

商社行业2026年度策略： 强&变&新-外需与内需——消费出海与资源商贸



吴劲草
首席证券分析师
S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn



石旖瑄
证券分析师
S0600522040001
shiyx@dwzq.com.cn



阳靖
证券分析师
S0600523020005
yangjing@dwzq.com.cn



郝越
证券分析师
S0600524080008
xiy@dwzq.com.cn



王琳婧
证券分析师
S0600525070003
wanglj@dwzq.com.cn



张家璇
证券分析师
S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn

❑ 复盘2025年商社行业：

- **国补刺激+低基数下，可选品实现修复。**2025年1-10月，在国补带动下，限额以上体育娱乐、家电音像、文化办公、家具、通讯器材等可选品品类均实现18~21%的高增速；金银珠宝类受益于金价上涨，有较大的增幅；服装、化妆品、日用品等可选消费品也实现4%或以上的增速。分消费类型看，商品零售好于餐饮收入，餐饮在10月份开始有所复苏。分线上线下来看，线上消费增速仍好于线下，线上渗透率还在进一步提升。
- **“反内卷”下，生产环节利润复苏，关注大宗商贸环节复苏。**随着“反内卷”，8月起，PPI、工业企业利润总额呈现恢复趋势，8-9月规模以上工业企业利润总额均实现同比20%以上增速。随着下游企业回暖，大宗供应链企业也有望随货量、货品价格提升、利润率增长而迎来业绩复苏。
- **商社消费综述：**新消费的崛起，贸易战影响下的消费出海，黄金大涨带来的特殊机会，内需消费待提振——新品牌&新品类&新改革。

❑ 展望2026年商社行业可期方向有：

- **消费出海与贸易安全：**消费出海与贸易安全，将长期在中国的经济中，起到重要的作用，也是消费行业长期期待的方向，包括品牌出海和供应链出海，在全世界范围打造“中国品牌”是长期的重要方向。
- **黄金珠宝零售品牌：**黄金价格已经站上高位，但黄金珠宝的消费习惯，通常有所时滞，2026年黄金珠宝零售品牌依然是重点可期方向。
- **大宗商贸拐点已至：**大宗商贸在2025年显著迎来拐点，中国是世界第一大工业国，商品贸易长期都是重要的方向，在成长与演进中，有望出现多个类似日本商社集团的中国大宗商贸集团。
- **零售&旅游企业的变化与变革：**百货商超&旅游景区等板块，重资产与国企占比较大，变化与改革有望持续提供边际催化。

❑ 投资建议：寻找消费商社行业2026年的【强】【变】【新】，建议关注：

- **强：**【消费出海】小商品城，安克创新，绿联科技等，【黄金零售】六福集团，周大生，老凤祥等。
- **变：**【商贸周期变化】厦门象屿，物产中大等，【企业变革变化】永辉超市，长白山等，【品牌塑造变化】上美股份，青木科技，若羽臣等。
- **新：**【新消费(人传人)】老铺黄金，泡泡玛特等。
- **低：**【估值低位】华住集团-S，名创优品，学大教育，北京人力等。

❑ 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不及预期，原材料价格上涨，地缘因素影响等。

目 录

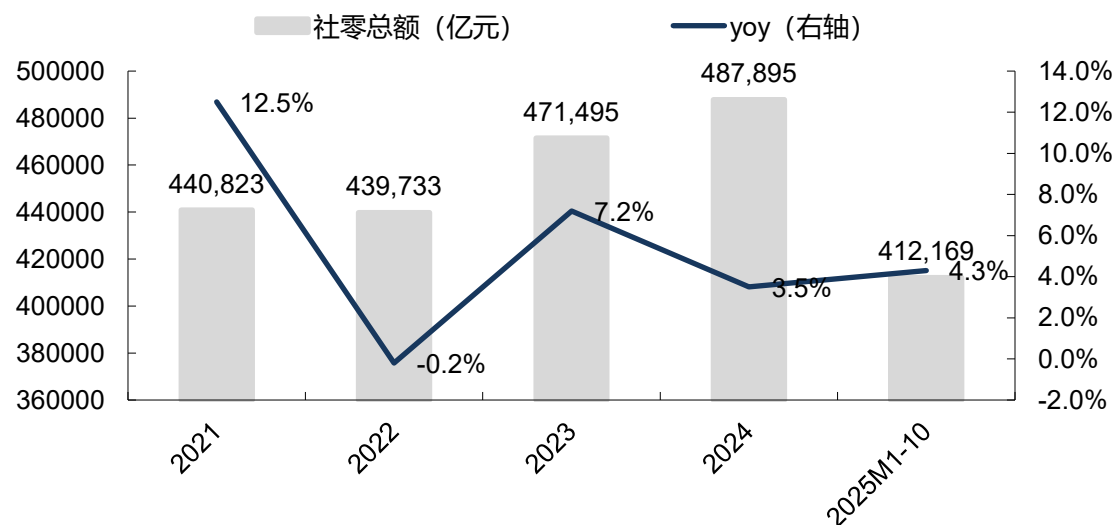


- 1.总章：2026年商社行业的强变新
- 2.消费品出海：看好优质供应链品牌化大趋势
- 3.大宗供应链：“反内卷”下有望复苏，看好中长期趋势
- 4.社服：关注需求边际改善和政策催化细分方向
- 5.黄金珠宝：关注26年价值底部标的反转机会
- 6.医美&化妆品：头部公司向上突围
- 7.宠物食品：行业长坡厚雪，看好国货份额持续提升
- 8.投资建议
- 9.风险提示

1. 总章：2026年商社行业的强变新

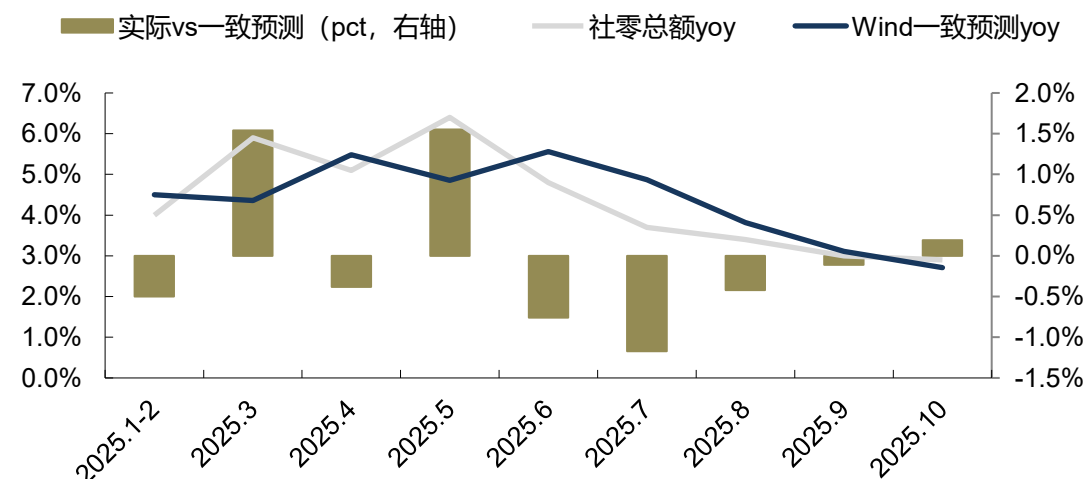
- 受益于国补等一系列消费刺激政策，2025年1-10月社零总额较去年水平有所回暖。分月度看，3、5月受益于国补政策，社零总额同比大幅高于wind一致预期；6-7月国补政策有所退坡之后，社零总额同比增速小幅跑输一致预测；10月份受益于餐饮恢复、黄金珠宝高增、电商双11提前等，又小幅跑赢wind一致预测。
- 从全年的消费基调看，在国补政策的带动下，消费需求在低基数下呈现复苏态势，尤其是可选品品类。

2025年1-10月我国社零总额增速较去年加速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

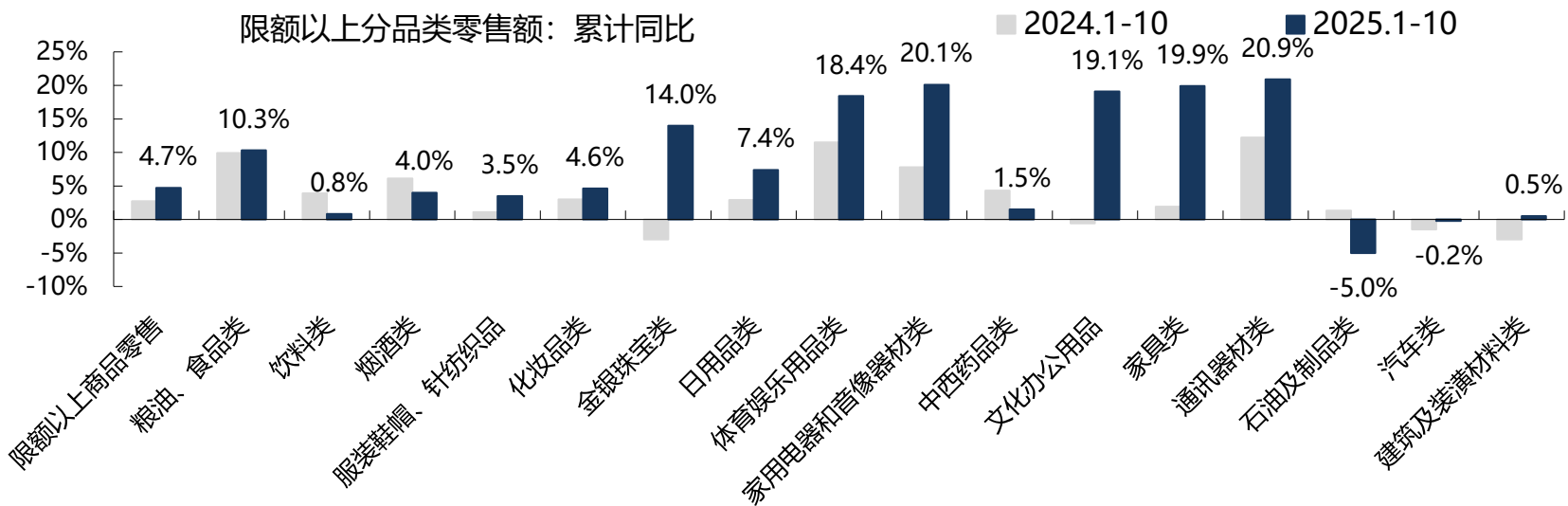
国补退坡后10月社零仍然有较好表现



数据来源：国家统计局，wind，东吴证券研究所

- 分品类看，可选品消费整体回暖。2025年1-10月，
- 在国补带动下，体育娱乐、家电音像、文化办公、家具、通讯器材等可选品品类均实现同比18~21%的高增速。
 - 金银珠宝类受益于金价上涨，同比有较大的增幅。我们认为随着金价上升，黄金饰品零售的需求有望持续高景气。
 - 服装、化妆品、日用品等可选消费品也实现同比4%或以上的增速。
 - 值得注意的是，社零中占比较高、波动较大的汽车类，1-10月限上销售额同比仅-0.2%。这表明社零总额的增长质量相对较高，加速增长来源是各种可选、必选、3C产品的高增。

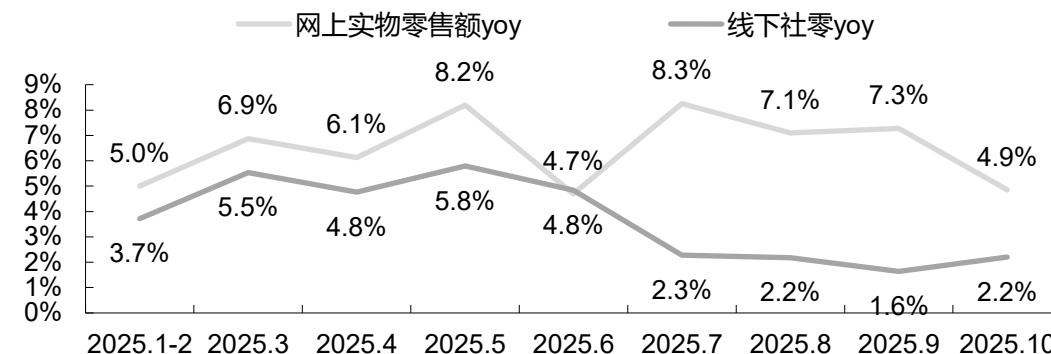
分品类社零情况：国补带动可选品消费复苏



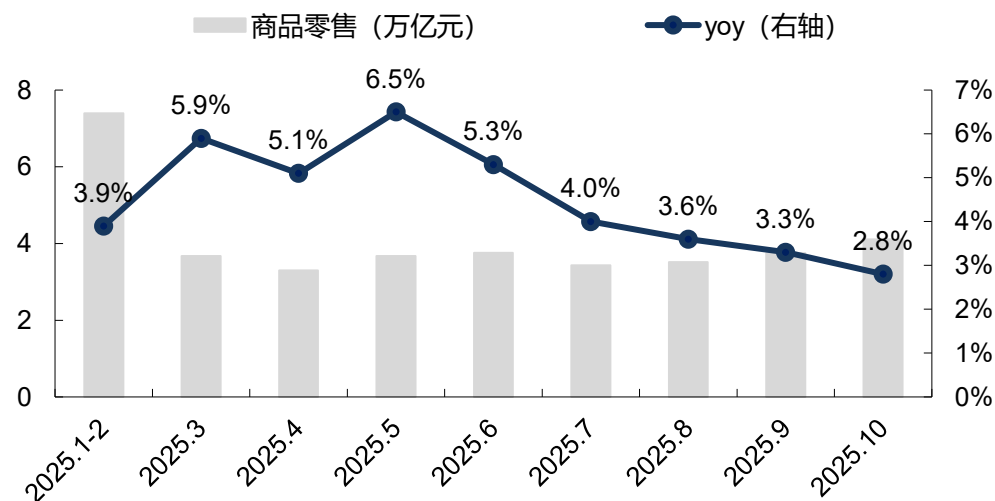
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

- 分消费类型看：商品零售好于餐饮收入，餐饮在10月份开始有所复苏
 - 商品零售受益于国补，表现较好
 - 餐饮1-9月尤其是7-9月表现较为平淡，但10月份有所恢复；未来随CPI修复，改善空间较大。
- 分线上线下来看：线上消费增速仍好于线下，线上渗透率还在进一步提升。

单月餐饮收入及增速

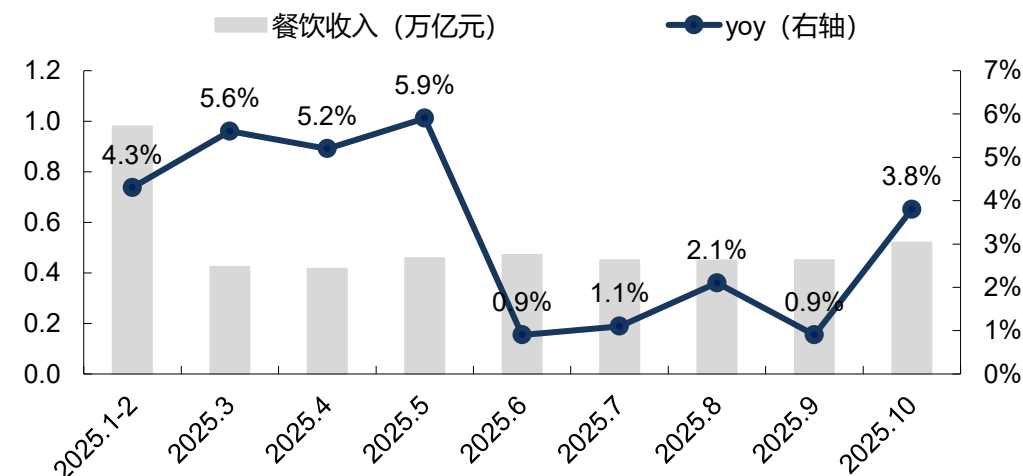


单月商品零售额及增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

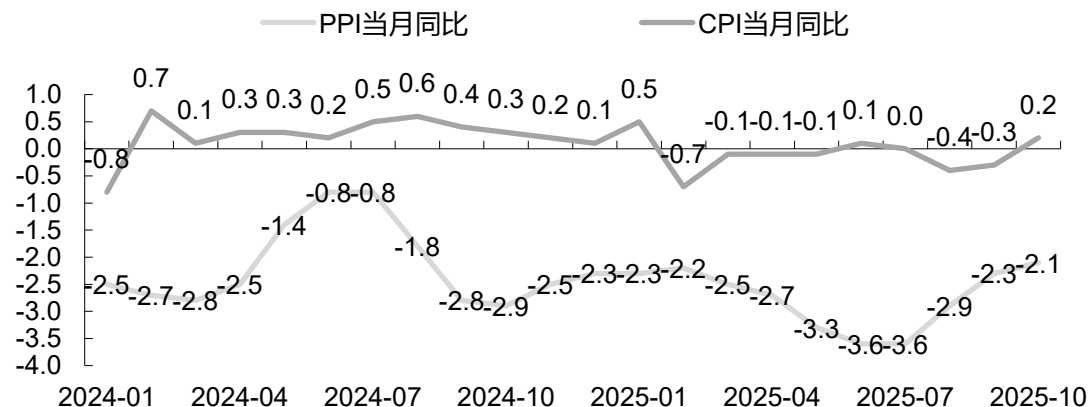
单月餐饮收入及增速



数据来源：国家统计局，wind，东吴证券研究所

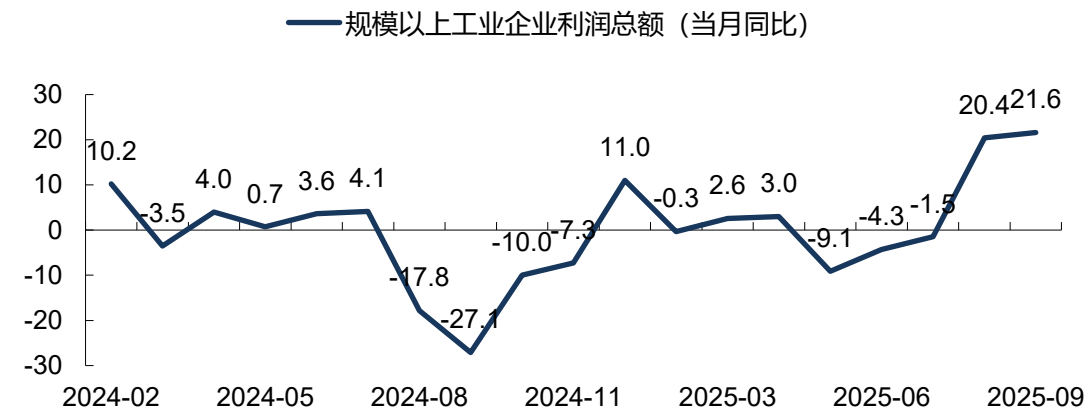
- “反内卷”下，生产环节利润复苏，关注大宗商贸环节复苏。
 - 随着“反内卷”，8月起，PPI、工业企业利润总额呈现恢复趋势，8-9月规模以上工业企业利润总额均实现同比20%以上增速。
 - 关注大宗供应链环节复苏：随着下游企业回暖，大宗供应链企业也有望随货量、货品价格提升、利润率增长而迎来业绩复苏。

PPI和CPI当月同比增速 (%)



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

工业企业利润总额增速 (%)



数据来源：国家统计局，wind，东吴证券研究所

①新消费的崛起

2025年，以泡泡玛特&老铺黄金等为代表的新消费公司崛起，因为“人传人”的特性，使得新消费的破圈加速，包括一些渗透率提升的新兴消费细分行业，也迎来了快速的破圈，如品牌宠粮，现制茶饮等。

②贸易战影响下的消费出海

2025年，中美关系的波动，对出口链产生了较多不确定性的因素，尤其是25年4月“对等关税”影响下，对诸多消费出海公司产生了较大冲击。但此后，消费出海的优质公司勇闯新高，这也反映了【消费出海】这个方向必是长期重要的方向。

③黄金大涨带来的特殊机会

2025年，“商品之王”黄金大幅上涨，对于金矿&品牌商&经销商&消费者，链条上所有参与方都是长期的受益，而黄金珠宝品牌商业模式极佳，壁垒高，且目前很多黄金零售品牌公司并未反映受益。

④内需消费待提振——新品牌&新品类&新改革

内需消费经过几年的调整，仍需提振，进入新的阶段，在这个过程中，新品牌，新品类，新改革值得期待。

①消费出海与贸易安全

消费出海与贸易安全，将长期在中国的经济中，起到重要的作用，也是消费行业长期期待的方向，包括品牌出海和供应链出海，在全世界范围打造“中国品牌”是长期的重要方向。

②黄金珠宝零售品牌

黄金价格已经站上高位，但黄金珠宝的消费习惯，通常有所时滞，2026年黄金珠宝零售品牌依然是重点可期方向。

③大宗商贸拐点已至

大宗商贸在2025年显著迎来拐点，中国是世界第一大工业国，商品贸易长期都是重要的方向，在成长与演进中，有望出现多个类似日本商社集团的中国大宗商贸集团。

④零售&旅游企业的变化与变革

百货商超&旅游景区等板块，重资产与国企占比较大，变化与改革有望持续提供边际催化。

1.消费出海是长期核心方向

2.服务业比商品零售更有挖掘空间

3.线上增速尽管放缓中仍快于线下

4.大宗商品资源类贸易率先回暖

强

【消费出海】 小商品城，安克创新，绿联科技等

【黄金零售】 六福集团，周大生，老凤祥等

变

【商贸周期变化】 厦门象屿，物产中大等

【企业变革变化】 永辉超市，长白山等

【品牌塑造变化】 上美股份，青木科技，若羽臣等

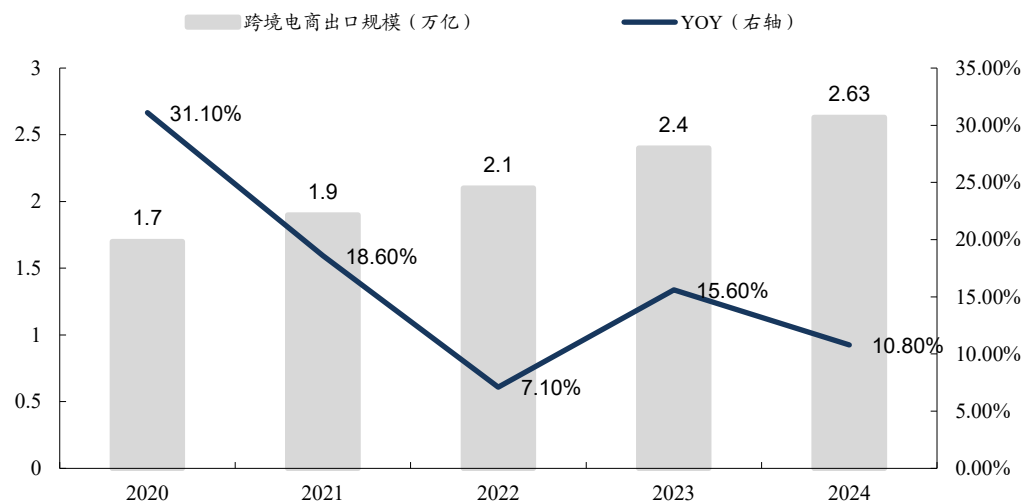
新

【新消费(人传人)】 老铺黄金，泡泡玛特等

2. 消费品出海：看好优质供应链品牌化大趋势

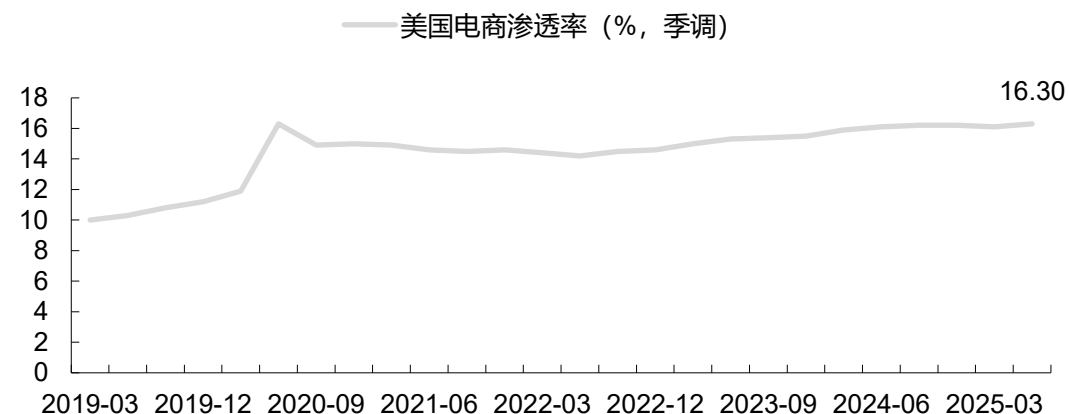
- ❑ **跨境电商是商社板块景气度较高的细分赛道**，根据海关总署统计，2024年我国跨境电商出口金额达到2.6万亿元，同比+10.8%，高于社零内需和出口大盘的增速。
- ❑ 跨境电商近年来维持较高速增长，2020-24年CAGR为12%。行业高增的主要驱动因素包括：①我国的消费品供应链优势外溢，②海外各国疫情后电商渗透率提升，如美国电商渗透率从疫情前的不足10%提升至2025年Q2的15%以上。
- ❑ 未来跨境电商仍有望维持较快增长：①供应链品牌化出海是消费行业未来的重要发展方向。②海外电商的渗透率仍然有较大提升空间。

我国跨境电商行业景气度较高



数据来源：wind，海关总署，东吴证券研究所

海外主要国家电商渗透率提升



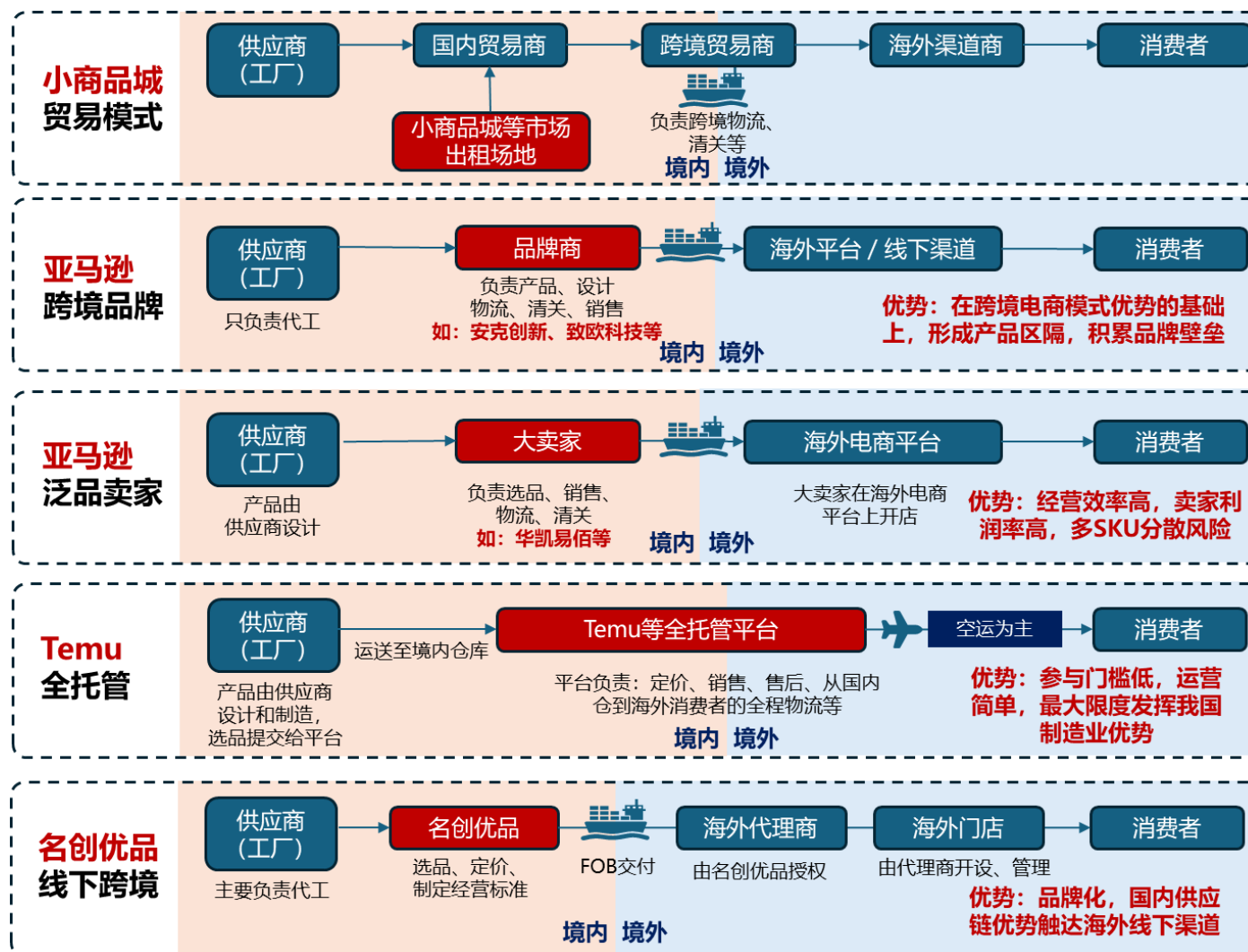
数据来源：wind，美国人口普查局；注：数据为季调口径，截至2025年Q2末

- ❑ **跨境电商行业持续增长的核心驱动力是我国的供应链能力。**得益于我国强大的制造业能力，我国的跨境电商卖家在海外电商平台中具备竞争优势。根据Marketplace Pulse的统计，2025年初亚马逊头部卖家中，中国卖家的占比已经超过50%，且这个数字仍然呈现上涨趋势。
- ❑ 除了亚马逊平台之外，Temu、Shein、TikTok等跨境电商平台的崛起，也有利于跨境电商公司进一步发挥产品及运营优势，促进行业加速成长。

亚马逊头部卖家中的中国卖家比例持续提升（截至2025年初）



图：跨境消费模式对比



数据来源：东吴证券研究所绘制

- ❑ 消费品出海推荐思路：①具备**品牌力**，在海外打造品牌的优质公司，推荐**安克创新、名创优品等**。②产业链的**核心环节**，推荐**小商品城等**。
- ❑ **小商品城**：1) 义乌小商品产业链核心枢纽；2) 国际商贸城市场涨租；3) 数贸中心新市场2025年开业；4) chinagoods平台、跨境支付等新业务高增。
- ❑ **安克创新**：1) 品牌认可度较高的跨境品牌之一；2) 储能、安防等新品类高增；3) 开拓欧洲线下、新兴市场，拓宽渠道。
- ❑ **绿联科技**：产品突破&渠道拓展叠加，正处于高速成长周期。1) 渠道扩张，欧美日发达国家线上渠道高增，并正在实现线下KA渠道的突破；2) 产品逻辑：3C充电、NAS等新品高增。
- ❑ **风险提示**：地缘风险，市场竞争加剧，下游需求波动等。

行业公司估值表										
代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			P/E			投资 评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
600415.SH	小商品城	862	15.72	30.74	49.02	61.56	28	18	14	买入
300866.SZ	安克创新	553	103.11	21.14	25.74	32.72	26	21	17	买入
301606.SZ	绿联科技	241	58.08	4.62	6.88	9.58	52	35	25	买入
9896.HK	名创优品	442	39.22	29.39	33.93	38.58	15	13	11	买入
301376.SZ	致欧科技	71	17.69	3.34	3.33	4.50	21	21	16	买入
301381.SZ	赛维时代	89	22.03	2.14	3.51	5.08	42	25	17	未评级

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：已评级标的盈利预测采用东吴预测，其余为wind一致预测；名创优品采用经调整净利润，港元：人民币=0.91:1（行情日和wind一致预期使用日为2025-11-21）

3. 大宗供应链：“反内卷”下有望复苏，看好中长期趋势

- ❑ **截至2024年，国内大宗供应链行业格局分散，龙头企业市占率在2%以内。**根据厦门象屿年报数据计算，2024年我国大宗供应链CR5市占率仅为5.42%。
- ❑ **近年来大宗供应链行业集中度提升显著，龙头企业持续成长。**根据厦门象屿年报数据计算，中国大宗供应链 CR5 市场占有率从 2021 年的 4.81%提高至 2024 年的 5.42%，头部效应凸显，市场集中度持续提升。

厦门象屿经营体量及市占率



数据来源：厦门象屿公司公告，东吴证券研究所

中国大宗供应链 CR5 经营体量及市占率



数据来源：厦门象屿公司公告，东吴证券研究所

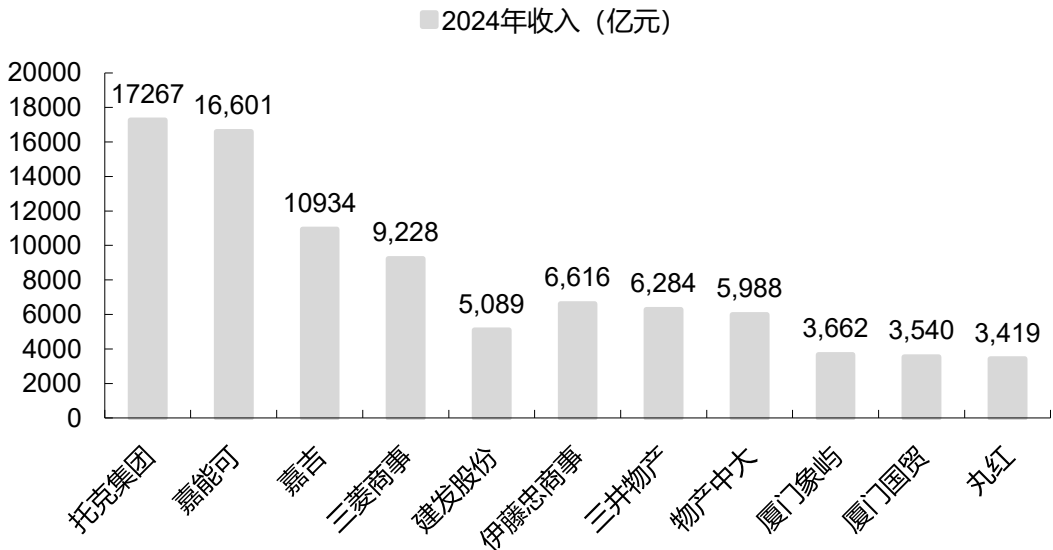
对标全球市场，国内大宗供应链企业仍有较大的成长空间。

❑ 2024年嘉能可、托克等全球巨头的营收规模超1万亿人民币。国内巨头体量大约在5000亿元左右，和全球巨头体量相比，仍有较大成长空间。

未来国内大宗供应龙头市场份额有望进一步提升。

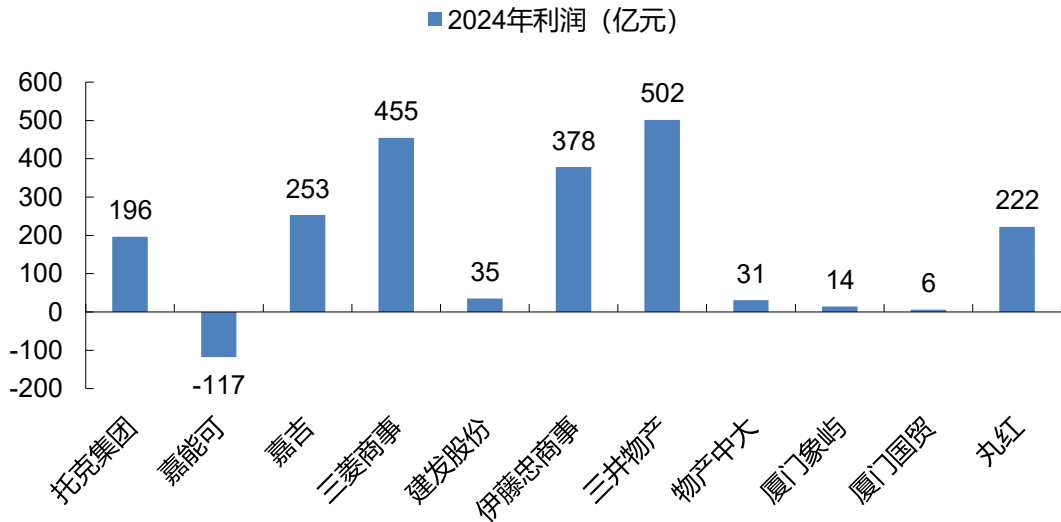
- ❑ 随着国内制造业企业日益专业化、规模化，对采购分销的追求由“价格低廉”转为“安全、效率、便捷”，未来中国大宗供应链龙头企业在规模、效率、服务上的优势将愈发凸显，市场份额有望持续提升。
- ❑ 供应链头部企业随着国内制造业企业步伐实现出海，海外增速较快，打开全球展业空间

全球头部供应链企业收入对比



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所；注：建发股份数据仅包括供应链分部

全球头部供应链企业归母净利润对比



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

行业公司估值表										
代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			P/E			投资 评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
600057.SH	厦门象屿	237	8.34	14.19	21.71	23.98	17	11	10	买入
600153.SH	建发股份	311	10.74	29.46	29.50	34.82	11	11	9	未评级
600755.SH	厦门国贸	140	6.55	6.26	8.47	12.33	22	17	11	未评级
600710.SH	苏美达	136	10.40	11.48	12.56	13.64	12	11	10	增持
9878.HK	汇通达网络	51	9.97	2.70	3.62	4.70	19	14	11	未评级

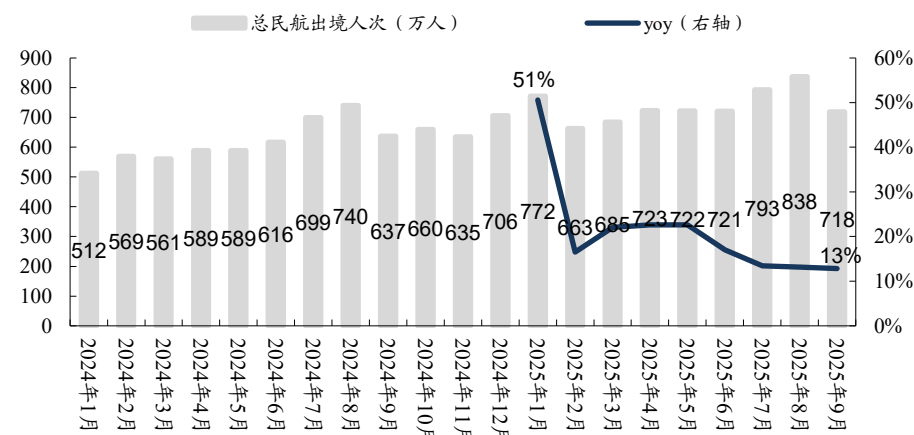
数据来源：wind，东吴证券研究所；注：已评级标的盈利预测采用东吴预测，其余为wind一致预测；名创优品采用经调整净利润，港元：人民币=0.91:1（行情日和wind一致预期使用日为2025-11-21）

4. 社服：关注需求边际改善和政策催化细分方向

4.1 免税：低基数+政策红利有望带动免税行业重回增长

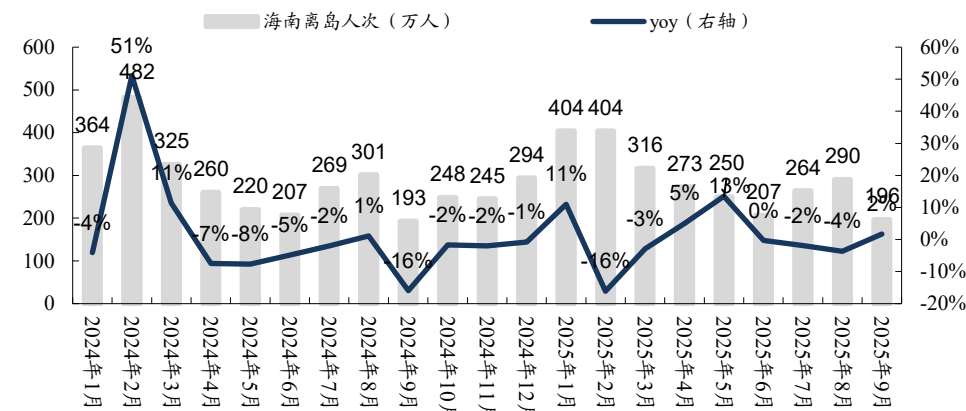
- ❑ **离岛免税**：赴岛客流同比降幅收窄，临近转正，离岛免税销售额9月同比转正，主要由于低基数及国补促进手机3C产品销售驱动。
- ❑ **口岸免税**：Q3民航出入境人次同比增长13%，因基数问题增速下降。口岸免税单客平均消费同比下滑。
- ❑ **政策红利**：2025年10月15日、10月29日，离岛免税及口岸免税分别迎来政策利好，离岛免税方面优化品类、且新增岛民不限次数“即买即提”；口岸免税方面扩大品类、放宽审批权限、放宽市内免税店预定归国提货场景。离岛免税及口岸免税政策的优化均有望驱动免税行业重回增长。

图：全国民航出入境人次（万人）及yoy



数据来源：民航局，东吴证券研究所

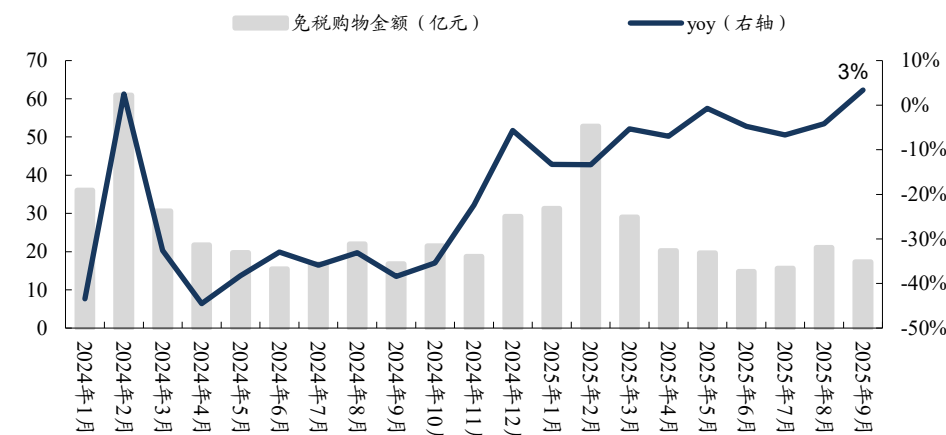
图：2024-2025海南离岛人次（万人）及yoy



数据来源：海南省统计局，东吴证券研究所

注：由于2025年1-2月合并披露，使用平均数测算造成增速波动，实际两月加总后同比增速为-4.5%。

图：2024-2025海南免税购物金额（亿元）及yoy

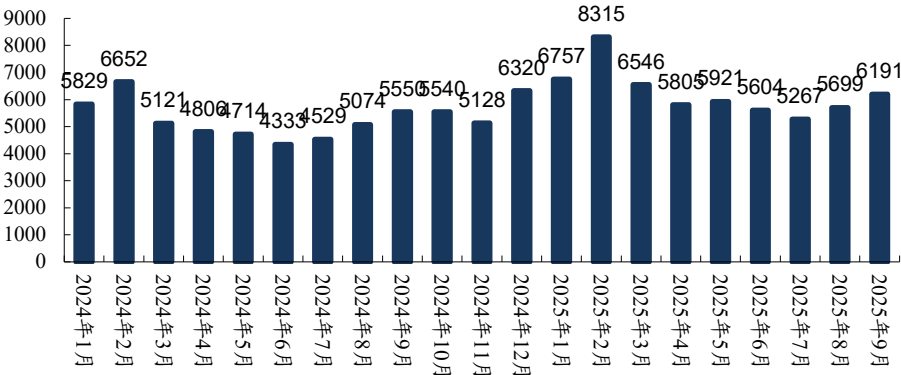


数据来源：海口海关，东吴证券研究所

4.1 免税：离岛免税渗透率下行，客单价、件均价提升

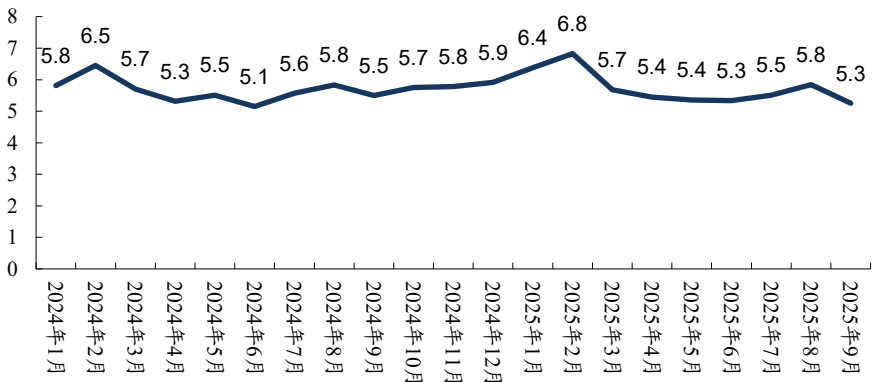
□ 海南离岛免税销售数据月频跟踪：渗透率下移至10-15%区间。结构带动客单价、件均价提升。

图：2024-2025海南离岛免税月度平均客单价（元）



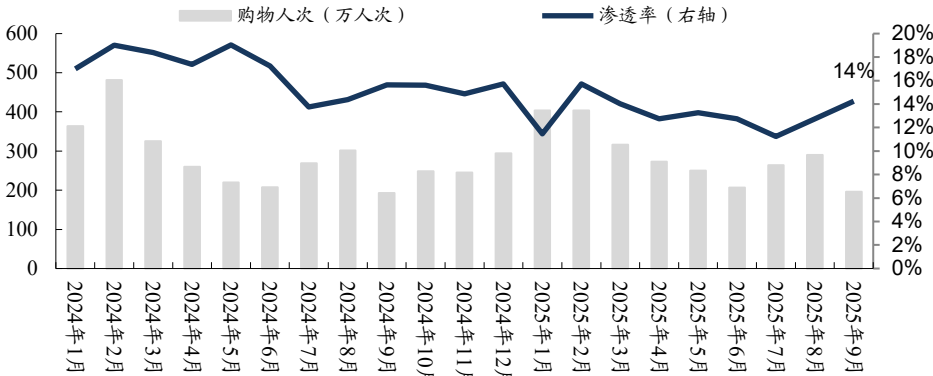
数据来源：海口海关，东吴证券研究所

图：2024-2025海南离岛免税购物连带率（件）



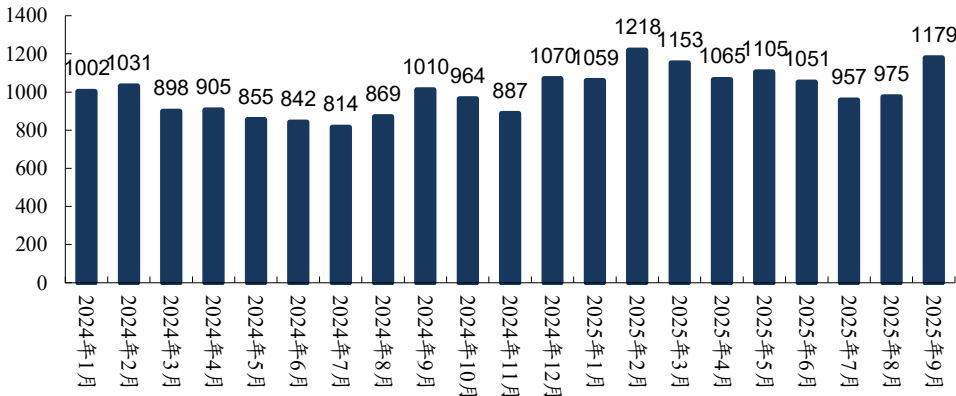
数据来源：海口海关，东吴证券研究所

图：海南离岛免税购物人次（万人）及渗透率（右轴）



数据来源：海口海关，东吴证券研究所

图：2024-2025海南离岛免税件均价（元）

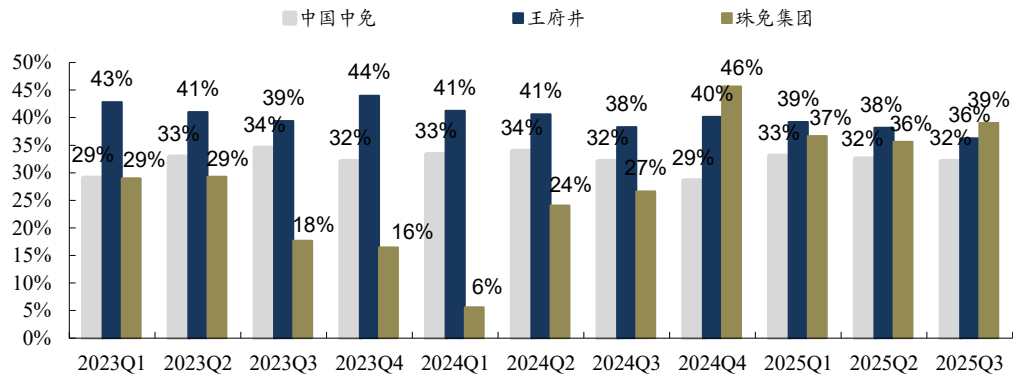


数据来源：海口海关，东吴证券研究所

4.1 免税：Q3免税公司利润寻底，政策红利有望带来利润反转

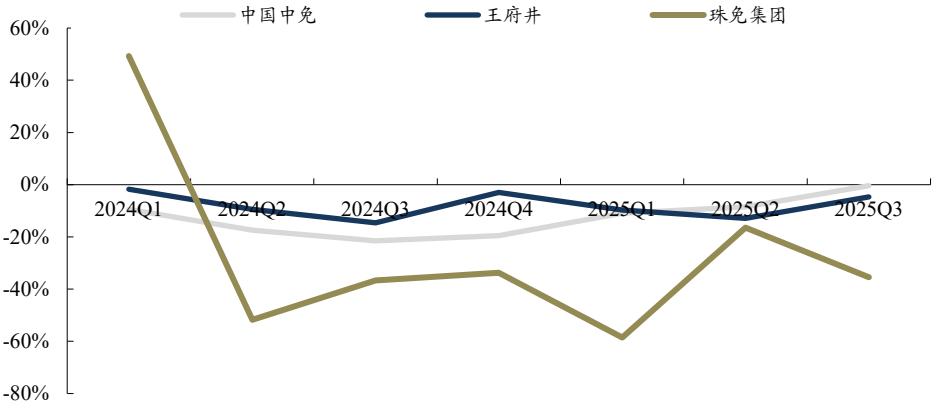
- 上市公司Q3表现：
- 中免Q3淡季收入同比下滑，但降幅继续收窄，净利率受费用率提升影响有所下滑。
- 王府井低基数下收入同比降幅也有收窄；
- 珠免完成资产置换后，H1免税业务净利润3.91亿元，助力减亏；Q3继续计提资产减值利润承压
- 政策红利若有望带动免税行业重回营收增长，则行业净利率有望见底回升。

图：2023-2025各公司毛利率



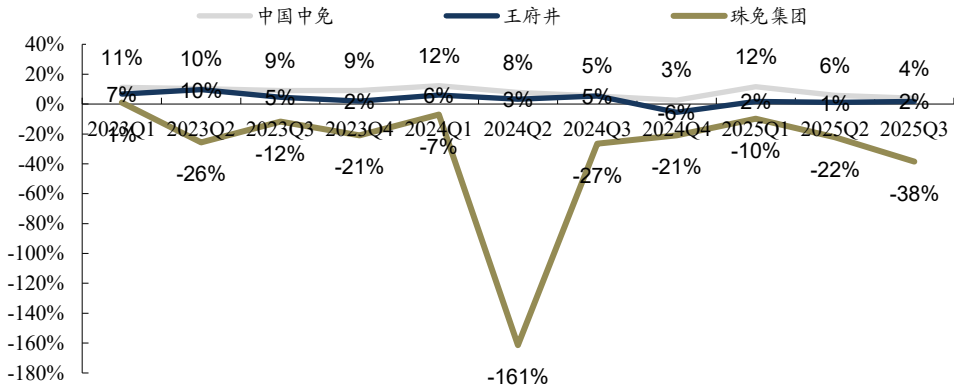
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：2024-2025各公司收入同比增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：2023-2025各公司归母净利润率

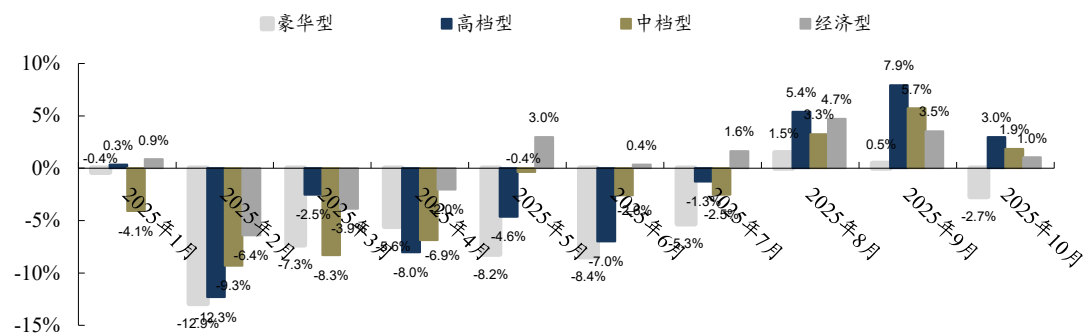


数据来源：WIND，东吴证券研究所

4.2 酒店：房量增速缓降，RevPAR将持平略增

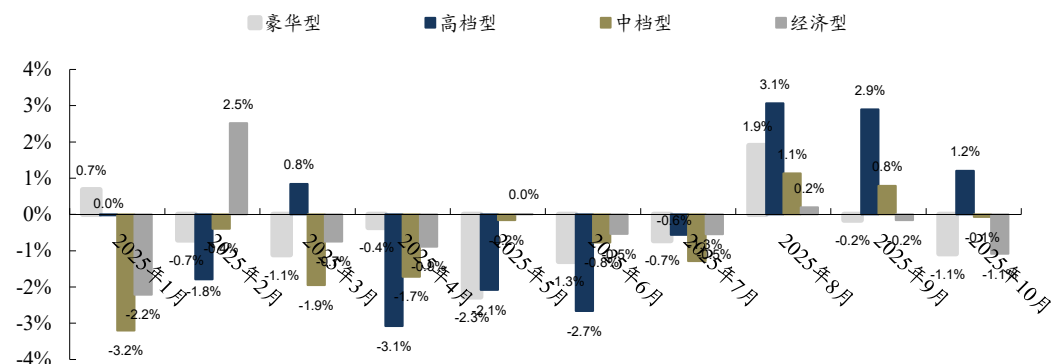
- **行业量价要素：**房量同比增速维持中高个位数，10月中旬起环比缓降。OCC同比降幅收窄，ADR同比转正带动RevPAR同比阶段性转正，观察后续商旅需求复苏进展，我们预计26年行业RevPAR同比持平略增。

图：2025年酒店行业RevPar同比



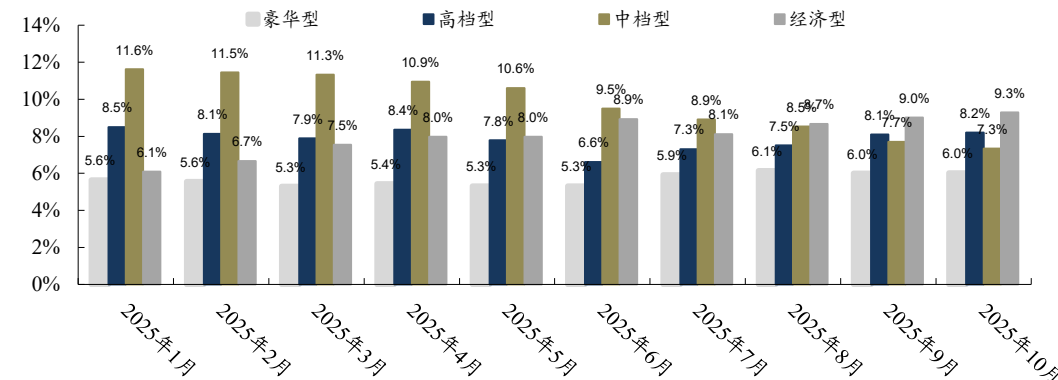
数据来源：酒店之家，东吴证券研究所

图：2025年酒店行业OCC同比



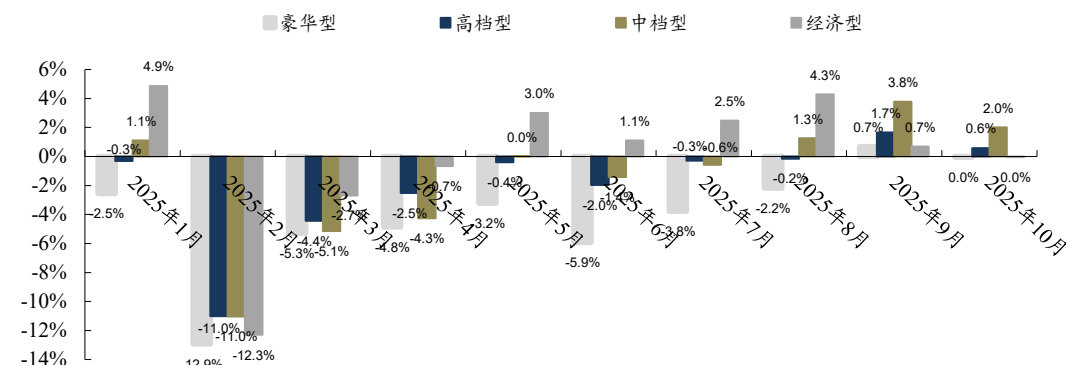
数据来源：酒店之家，东吴证券研究所

图：2025年酒店行业房量同比增速



数据来源：酒店之家，东吴证券研究所

图：2025年酒店行业ADR同比

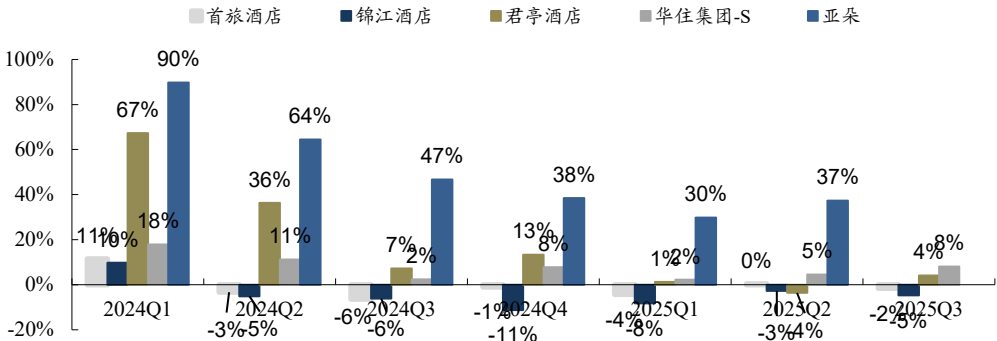


数据来源：酒店之家，东吴证券研究所

4.2 酒店：Q3收入同比增速华住领先，利润率普遍提升

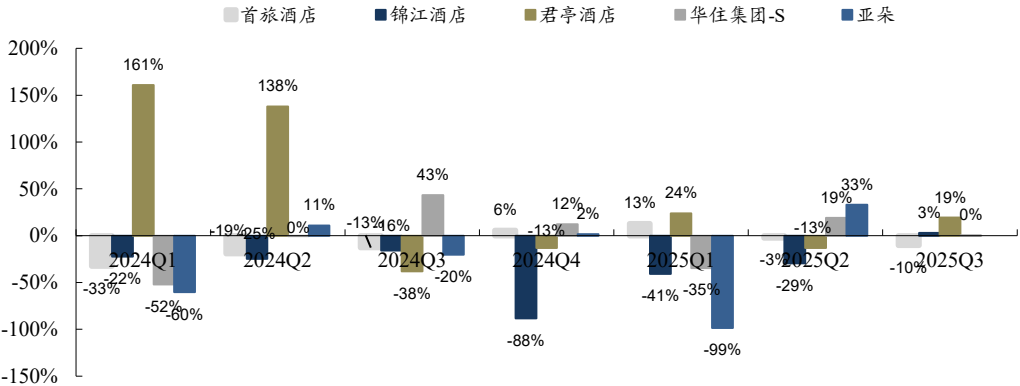
□ 上市公司表现：龙头收入结构优化，Q3利润同比增速普遍快于收入增速。

图：2024-2025年各公司收入同比增速



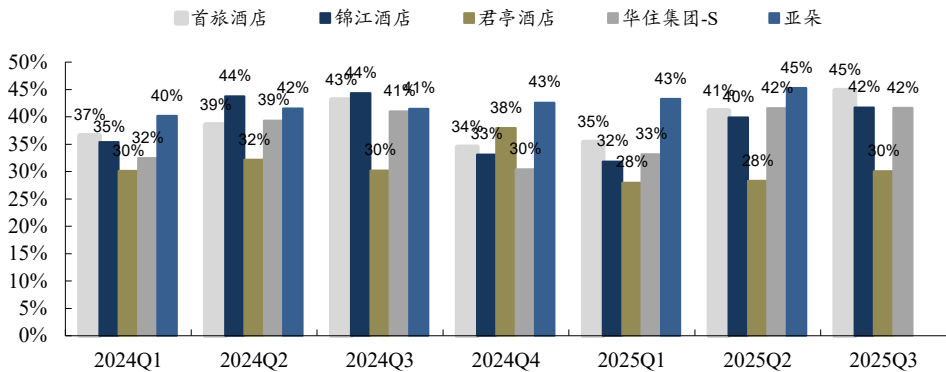
数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：亚朵25Q3业绩未披露

图：2024-2025年经营性现金流同比增速



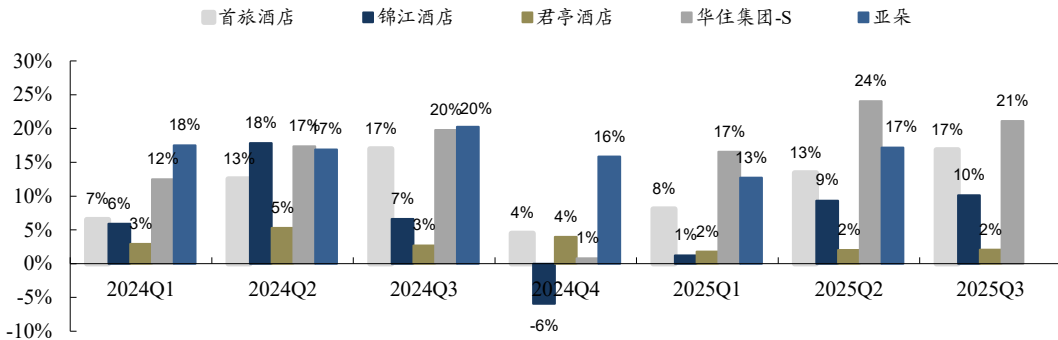
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2024-2025年各公司毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2024-2025年各公司归母净利润率

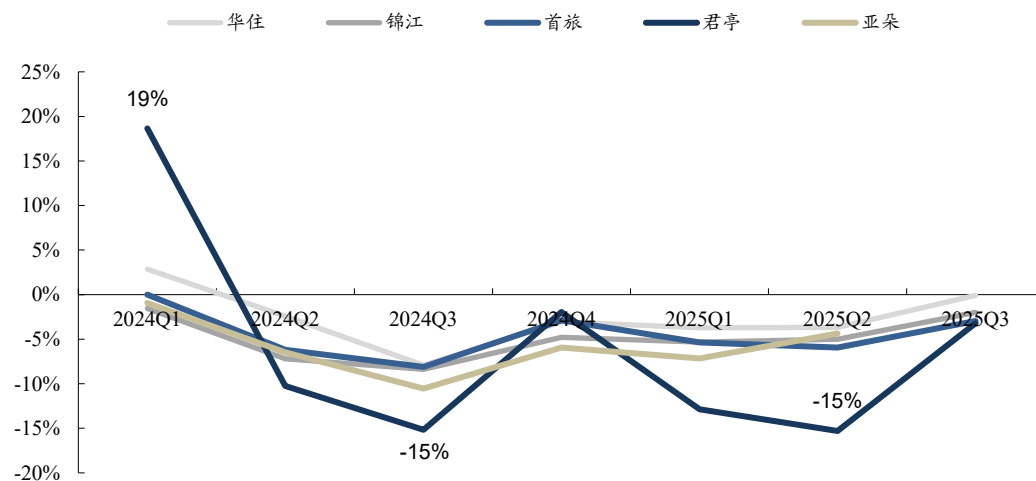


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2 酒店：龙头RevPAR同比持续改善，华住房量增速领先

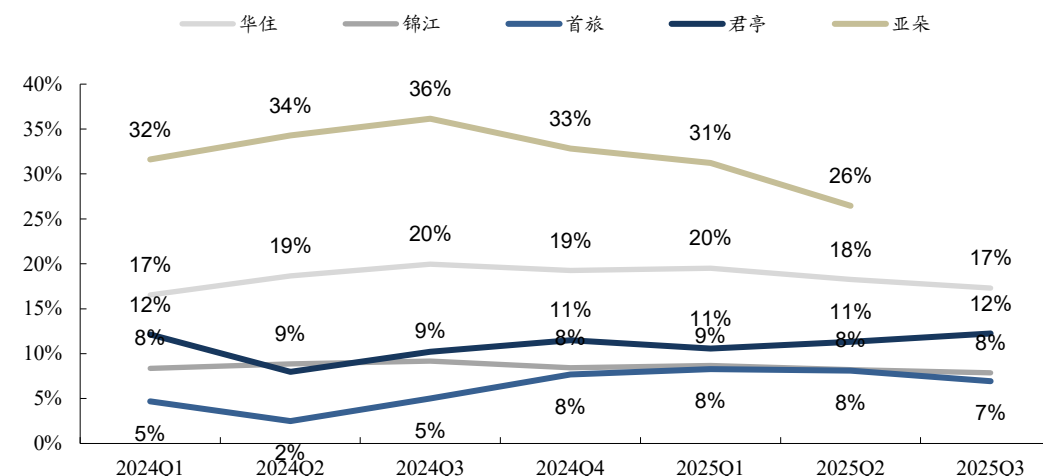
- ❑ **Q3房量同比增速**：环比Q2基本持平，华住18%>君亭12%>锦江8%>首旅7%
- ❑ **Q3 RevPAR同比降幅收窄至低个位数或持平**：ADR带动RevPAR同比降幅继续收窄，Q3华住-0.1%、锦江-2.0%、首旅-2.9%、君亭-3.2%。拆分量价，Q3入住率同比仍下滑为主，华住/首旅-1pct，锦江-4pct，君亭+5pct；ADR同比增速环比普遍改善，锦江3%、华住1%、首旅-2%、君亭-10%。
- ❑ **未来展望**：26年龙头公司房量增长趋势基本延续，低基数下RevPAR同比持续改善，我们全年预计持平，华住表现领先。若商旅需求回暖、RevPAR重回正增长，轻资产化的龙头公司将释放利润弹性。

图：2024-2025年各公司RevPar同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：亚朵25Q3业绩未披露

图：总房量同比增速

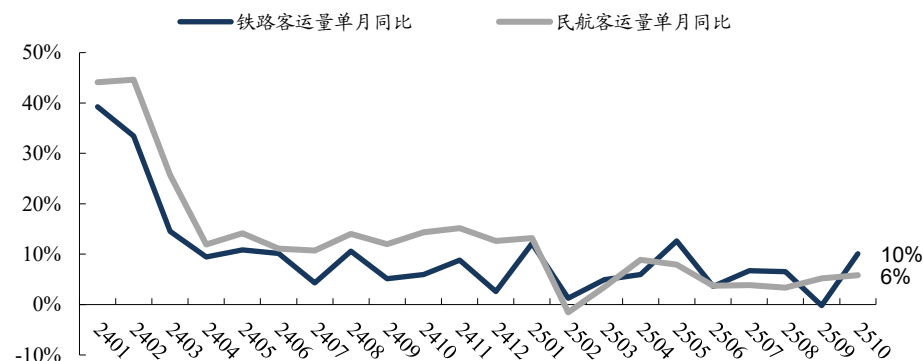


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3 景区：出行人次同增中单个位数，客单价同比基本持平

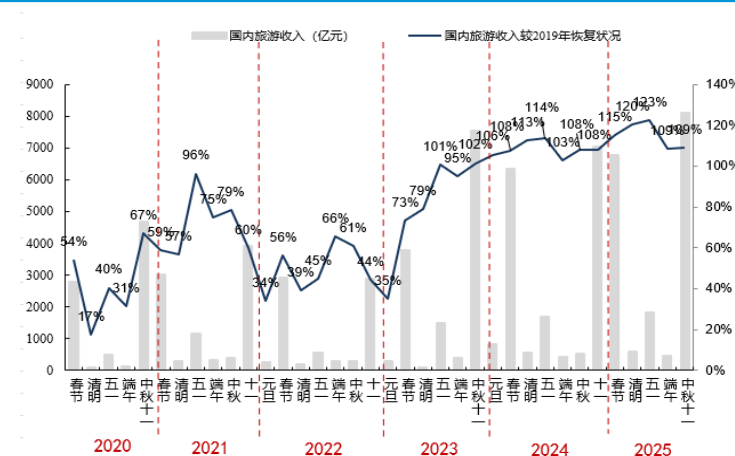
- 长途出行人次高基数低增长，同比增速降至中个位数。
- 节假日国内休闲游延续高景气，量增带动收入增加。25年节假日消费客单价同比基本持平。
- 我们预计26年休闲游高基数下稳增长，节假日安排等政策优化或带来增量。

图：长途出行人次月度同比



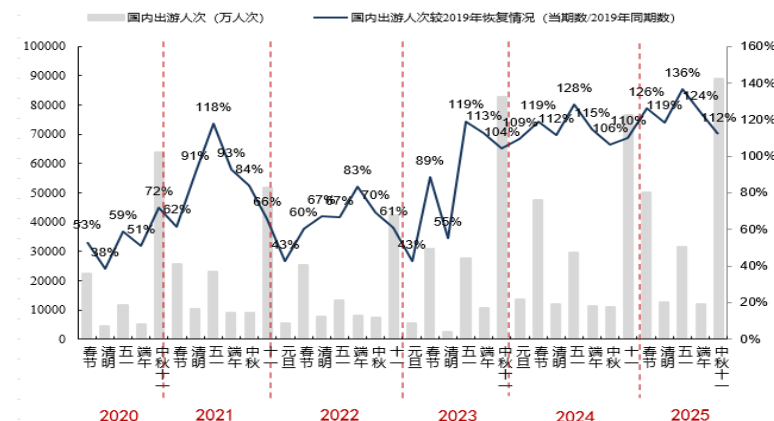
数据来源：交通部，东吴证券研究所

图：节假日出行消费同比



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

图：节假日出行人次同比

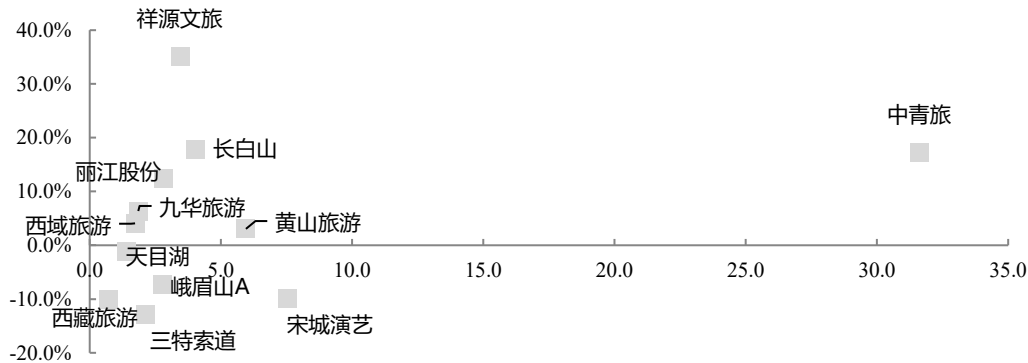


数据来源：文旅部，东吴证券研究所

4.3 景区： Q3上市公司收入同比增速分化

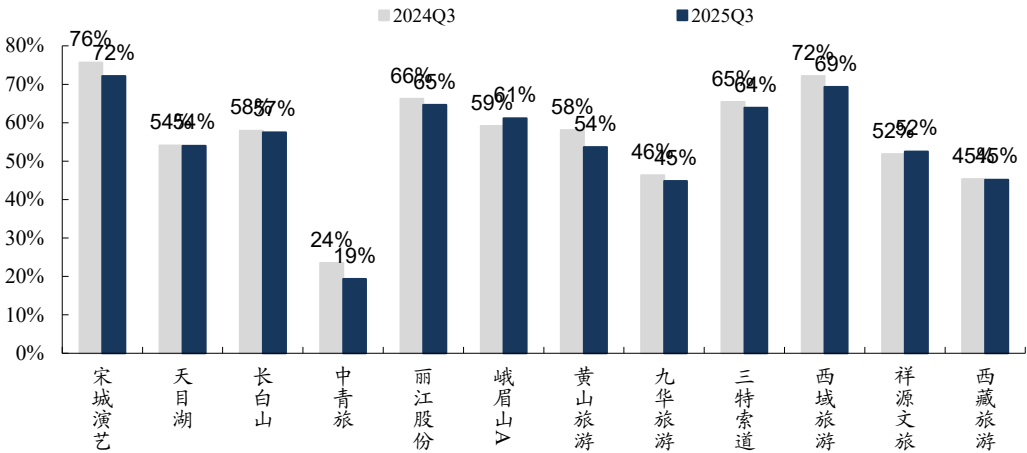
- ❑ **收入端：**Q3旺季收入同比增速分化，祥源文旅因资产并购、长白山因暑期旺季客流高增，收入同比增速领先。
- ❑ **净利率：**长白山、丽江股份因收入同比增长带动利润率提升，峨眉山降本增效利润率同比提升；黄山因资源使用费增加、宋城因人工成本和销售费用增加，利润率同比下行。

图： 25Q3公司收入规模（亿元，横轴）及yoy（纵轴）



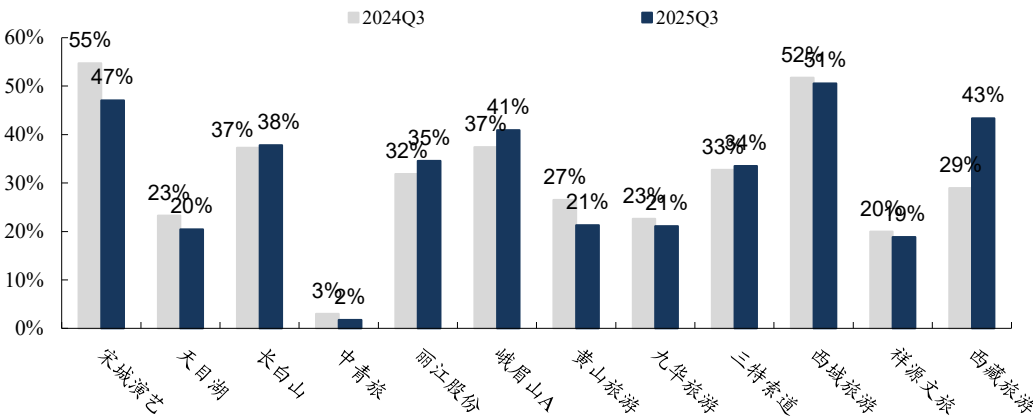
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图： 景区公司24Q3/25Q3毛利率



数据来源：公司公告。东吴证券研究所

图： 景区公司24Q3/25Q3归母净利润率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- 景区上市公司稳步推进产能扩张或资产整合，提高接待能力。

表：景区上市公司增长预期

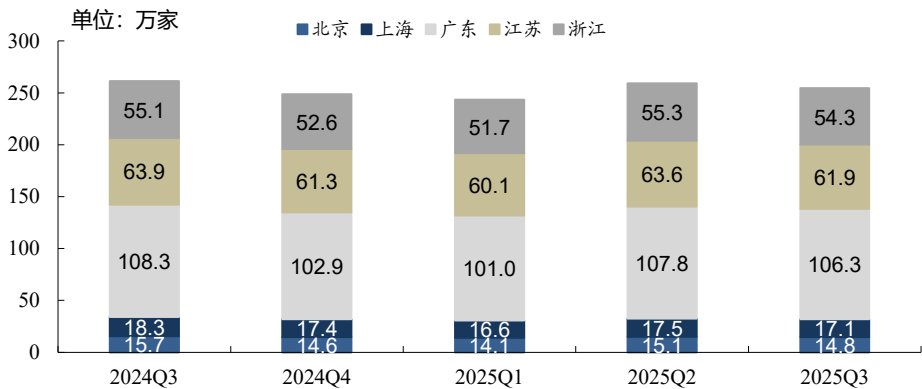
公司	在建或拟新增项目
宋城演艺	H1新签约青岛和浙江两个轻资产项目
天目湖	在建项目有南山小寨二期，平桥文旅综合体，动物王国一期
长白山	定增落地，公司预计温泉部落二期和交通设备提升项目；沈白高铁25年9月底已开通
丽江股份	牦牛坪索道改扩建项目
峨眉山A	金顶索道改造提升项目，公司预计今年底完工
黄山旅游	北海宾馆开业，公司预计东大门将于26年开放，在建酒店改造项目
九华旅游	公司预计狮子峰索道项目于26年完工，在建酒店改造项目，百岁宫缆车改造项目
西域旅游	H1遇见喀什、遇见赛湖项目开业
祥源文旅	与控股股东签署委托管理协议，中标嵊州越王谷项目
香港中旅	收购松花湖滑雪度假区

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.4 餐饮：门店供给仍在出清趋势，线上化率进一步提升

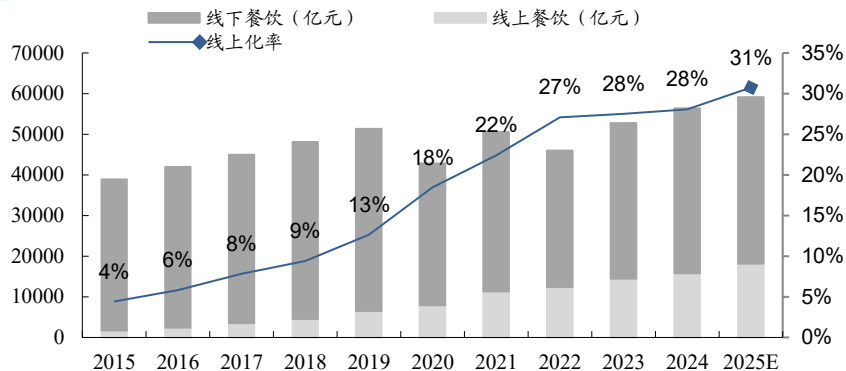
- **行业供给：**24年Q3以来，主要市场北上广江浙餐饮行业供给出清，25Q2门店数出现阶段性回补，五地总门店数环比增加5.6%，较前两季度的-5.7%/-2.5%环比增速转正，或因外卖大战带来阶段性需求；25Q3环比-1.9%，供给出清情况重演。
- **线上化：**疫情后餐饮行业线上化率进入瓶颈期，25Q2起以即时零售为中长期目标的平台外卖大战将助推餐饮线上化率进一步提升至30%以上。

图：北上广江浙五地区餐饮门店数量变化/万家



数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所

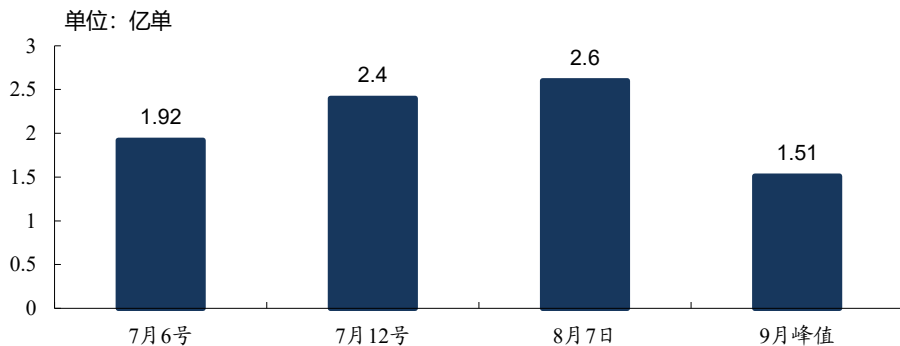
图：2022-2025年餐饮公司线上订单占比



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

注：假设2025年整体餐饮增速5%，线上15%增速估算2025年线上化率。

图：外卖大战以来日订单数量/亿单



数据来源：晚点报道，华尔街见闻，东吴证券研究所

- ❑ **餐饮公司收入表现分化：** 25H1港股餐饮公司收入同比增速环比24H2普遍增速略降；季频披露的同庆楼、广酒、百胜中国25Q2收入同比增速环比Q1有所提速，但Q3出现反复
- ❑ **利润率：** 毛利率相对平稳，得益于规模优势、降租和人工成本下降，同庆楼、广酒、百胜、海底捞和九毛九外的餐饮公司H1净利率同比普遍上行。
- ❑ **我们预期2026年仍然保持分化态势：** 跟踪品牌扩张周期及组织机制势能变化

图：餐饮公司季度收入同比增速

营收同比		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
605108.SH	同庆楼	28.0%	7.0%	-1.2%	-8.1%	0.2%	10.0%	-4.8%
603043.SH	广州酒家	10.0%	10.6%	2.3%	-0.4%	3.3%	5.1%	4.7%
9987.HK	百胜中国	4.7%	-0.4%	2.9%	5.6%	2.0%	4.5%	5.9%
6862.HK	海底捞	13.8%	13.8%	-5.8%	-5.8%	-3.7%	-3.7%	
1405.HK	达势股份	48.3%	48.3%	35.7%	35.7%	27.0%	27.0%	
9658.HK	特海国际	12.9%	12.9%	17.1%	17.1%	7.4%	7.4%	
9922.HK	九毛九	6.4%	6.4%	-3.1%	-3.1%	-10.1%	-10.1%	
9869.HK	海伦司	-37.8%	-37.8%	-37.6%	-37.6%	-34.0%	-34.0%	
0520.HK	呷哺呷哺	-15.9%	-15.9%	-23.2%	-23.2%	-18.9%	-18.9%	
6811.HK	太兴集团	-1.9%	1.8%	7.6%	7.6%	6.1%	6.1%	
0999.HK	小菜园					6.5%	6.5%	
6831.HK	绿茶集团					23.1%	23.1%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：除同庆楼、广州酒家和百盛中国外，其余公司季度数据使用半年度数据代替

图：餐饮公司季度毛利率

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
同庆楼	25%	18%	17%	16%	22%	19%	10%
广州酒家	30%	21%	39%	26%	25%	22%	40%
百胜中国	22%	20%	22%	18%	23%	21%	23%
海底捞	61%	61%	63%	63%	60%	60%	
达势股份	73%	73%	73%	73%	73%	73%	
特海国际	67%	67%	68%	68%	66%	66%	
九毛九	64%	64%	65%	65%	64%	64%	
海伦司	64%	64%	50%	50%	60%	60%	
呷哺呷哺	65%	65%	64%	64%	67%	67%	
太兴集团	74%	74%	74%	74%	73%	73%	
小菜园	68%	68%	68%	68%	70%	70%	
绿茶集团	68%	68%	69%	69%	70%	70%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：同庆楼、广州酒家和百胜中国为单季度数据，扣除原材料和人工成本，其他公司季度数据使用半年度数据代替，成本仅包含原材料成本

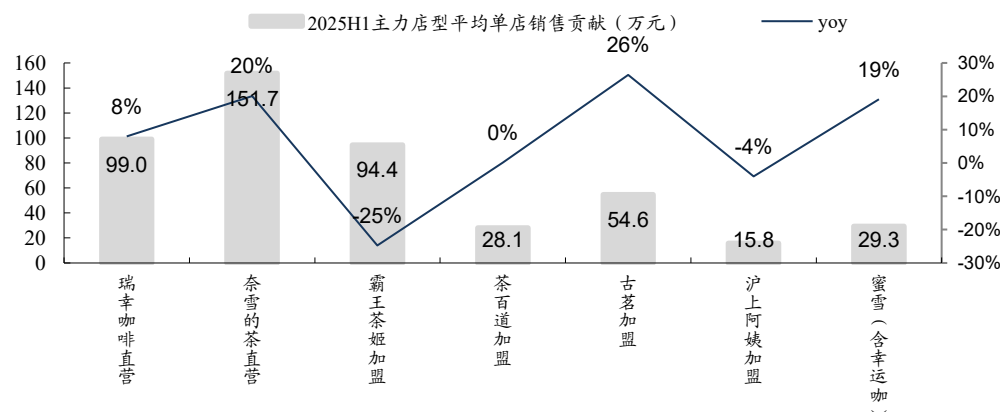
图：餐饮公司季度归母净利润率

公司	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
同庆楼	9.5%	2.6%	0.4%	2.5%	7.5%	3.2%	-7.4%
广州酒家	7.0%	-1.4%	17.8%	4.5%	4.9%	-1.3%	17.9%
百胜中国	9.7%	7.9%	9.7%	4.4%	9.8%	7.7%	8.8%
海底捞	9.5%	9.5%	12.6%	12.6%	8.5%	8.5%	
达势股份	0.5%	0.5%	1.9%	1.9%	2.5%	2.5%	
特海国际	-1.2%	-1.2%	6.4%	6.4%	7.1%	7.1%	
九毛九	2.4%	2.4%	-0.5%	-0.5%	2.2%	2.2%	
海伦司	15.8%	15.8%	-47.5%	-47.5%	17.3%	17.3%	
呷哺呷哺	-11.4%	-11.4%	-5.4%	-5.4%	-4.3%	-4.3%	
太兴集团	0.7%	0.7%	3.1%	3.1%	2.4%	2.4%	
小菜园	11.1%	11.1%	11.2%	11.2%	14.1%	14.1%	
绿茶集团	9.4%	9.4%	8.9%	8.9%	10.2%	10.2%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：除同庆楼、广州酒家和百盛中国外，其他公司季度数据使用半年度数据代替

- **行业景气度上行，单量带动单店销售增长：**各品牌主力店型单店贡献走势分化。
- 由于各集团披露口径不一，为保持可比性，我们计算各集团的主力店型（瑞幸、奈雪为直营，其他为加盟）2025H1的平均创收，发现25H1店均贡献同比明显提升的是古茗、奈雪的茶、蜜雪集团、瑞幸咖啡，有明显下降的是霸王茶姬。由于2025年前后茶饮品牌相继上市，品牌声量都有不同程度强化，我们认为单店销售贡献大幅强化的原因或与外卖大战相关性更大。
- **头部茶饮品牌加速开店：**
 - 蜜雪H1新开门店7721家，净开6535家，总数53014家，同增22.6%；
 - 古茗H1新开门店1570家，净开1265家，总数11179家，同增17.5%，25/26年新开店指引3000+家；
 - 瑞幸咖啡H1净开3866家，总数26206家，同增31.3%。

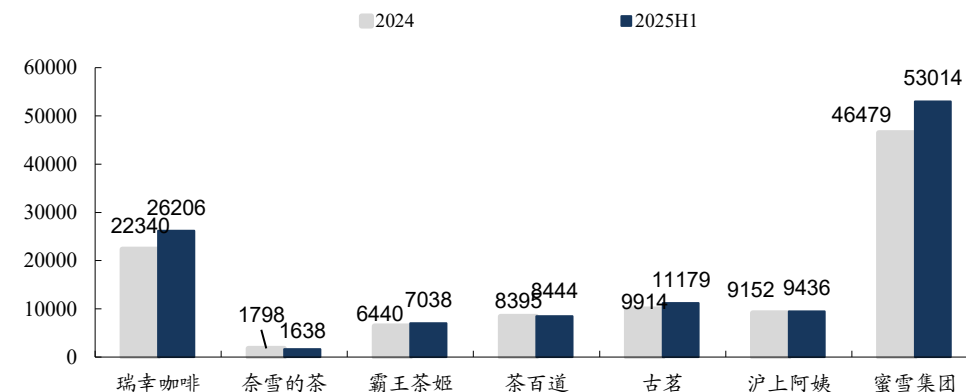
图：25H1各品牌主力店型平均销售额贡献及yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：由于各集团披露口径不一，采用各集团主力店型创收/（（期初门店数+期末门店数）/2）算得，与同店口径有差异

图：各品牌门店数（家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.5 茶饮：品牌收入增长提速，净利率同比提升

- ❑ 由于开店叠加同店改善，茶饮上市公司H1收入同比增长普遍提速。
- ❑ 毛利率同比持平或提升：蜜雪、古茗保证加盟商利润，毛利率微降，茶百道、奈雪、瑞幸和霸王茶姬毛利率提升。
- ❑ 规模效应下，品牌净利率同比普遍提升。
- ❑ 2026年外卖补贴退坡或带来营收的不确定性，但头部品牌的规模优势及品牌势能是我们当前更关注的增长驱动要素。

图：茶饮公司季度收入同比增速

营收同比	公司简称	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
2097.HK	蜜雪集团					39.3%	39.3%
2555.HK	茶百道					4.3%	4.3%
1364.HK	古茗					41.3%	41.3%
2150.HK	奈雪的茶	-1.9%	-1.9%	-7.5%	-7.5%	-14.4%	-14.4%
2589.HK	沪上阿姨	6.0%	6.0%	-8.8%	-8.8%	9.7%	9.7%
LKNCY.OO	瑞幸咖啡-ADR	41.5%	35.5%	41.4%	36.1%	41.2%	47.1%
CHA.O	霸王茶姬	501.1%	312.8%	145.3%	62.9%	35.4%	10.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；除瑞幸咖啡和霸王茶姬披露季度数据外，其余港股公司季度数据使用半年度数据代替

图：茶饮公司季度毛利率

毛利率	公司简称	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
2097.HK	蜜雪集团	31.9%	31.9%	32.9%	32.9%	31.6%	31.6%
2555.HK	茶百道	31.7%	31.7%	30.7%	30.7%	32.6%	32.6%
1364.HK	古茗	31.6%	31.6%	29.7%	29.7%	31.5%	31.5%
2150.HK	奈雪的茶	63.3%	63.3%	63.1%	63.1%	65.9%	65.9%
2589.HK	沪上阿姨	31.2%	31.2%	31.3%	31.3%	30.9%	30.9%
LKNCY.OO	瑞幸咖啡-ADR	23.9%	35.5%	38.7%	35.3%	33.4%	41.2%
CHA.O	霸王茶姬	41.3%	40.6%	41.5%	41.2%	43.4%	43.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；除瑞幸咖啡和霸王茶姬披露季度数据外，其余港股公司季度数据使用半年度数据代替

图：茶饮公司季度归母净利率

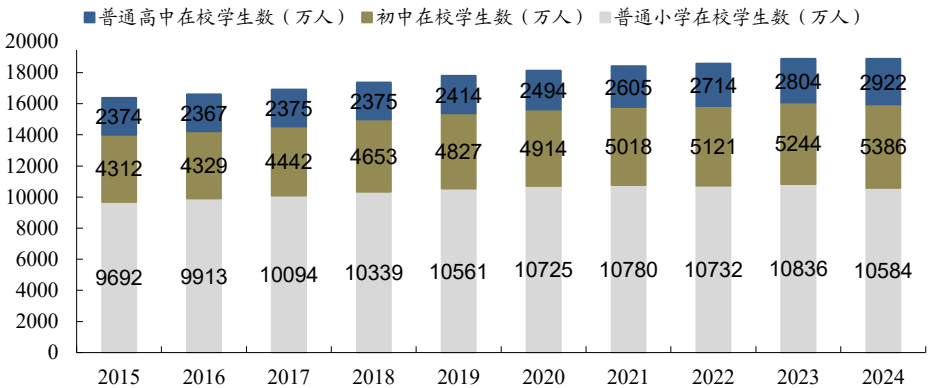
归母净利率	公司简称	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
2097.HK	蜜雪集团	17.7%	17.7%	18.0%	18.0%	18.1%	18.1%
2555.HK	茶百道	9.9%	9.9%	9.3%	9.3%	13.0%	13.0%
1364.HK	古茗	18.5%	18.5%	15.4%	15.4%	28.7%	28.7%
2150.HK	奈雪的茶	-17.1%	-17.1%	-20.3%	-20.3%	-5.4%	-5.4%
2589.HK	沪上阿姨	10.1%	10.1%	9.9%	9.9%	11.2%	11.2%
LKNCY.OO	瑞幸咖啡-ADR	-1.9%	11.1%	23.6%	35.3%	8.4%	19.8%
CHA.O	霸王茶姬	28.2%	48.0%	63.4%	86.6%	24.2%	27.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；除瑞幸咖啡和霸王茶姬披露季度数据外，其余港股公司季度数据使用半年度数据代替

4.6 教育：K12、职业教育和高考培训需求旺盛

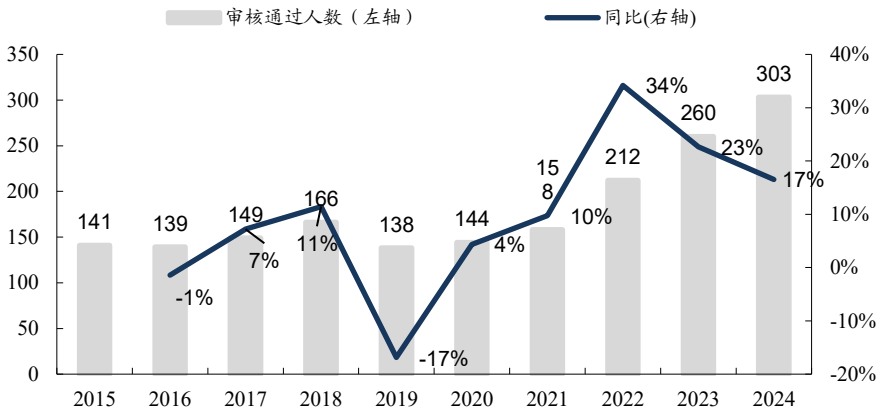
- **教培（非全日制）** 行业潜在消费人群规模持续增长。
- **K12**：2024年中小学在校生人数为1.89亿人，20-24年CAGR为1%，取消“普职分流”后普高人数有望进一步提升。
- **职教**：高考报名人数过去5年大幅提升，而本专科学位复合增速不超过2%，使得录取率走低。大量就业导向教育需求释放。
- **高考**：高考报名人数屡创新高，20-24年CAGR为20%，量增景气。

图：2015-2024年小学、初中、高中在校学生数（万人）



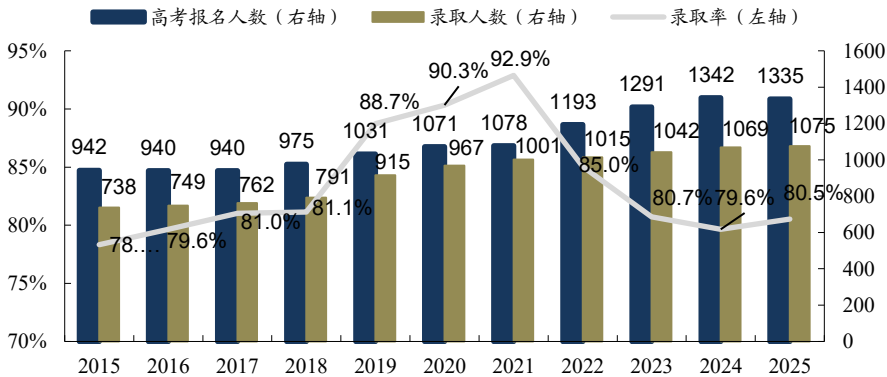
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图：2015-2024年高考报名人数（万人）&同比增速



数据来源：中公教育，东吴证券研究所

图：2015-2025年大学报录人数（万人）及录取率



数据来源：国家统计局、历年全国高考报名人数统计表，东吴证券研究所

4.6 教育：K12教培营收同比增速有所放缓，AI带来市场结构变化

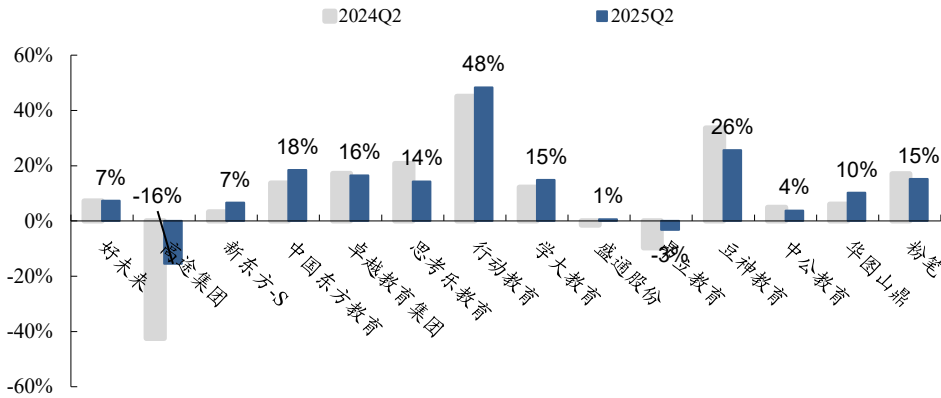
- ❑ K12公司2025年收入同比增速在前两年的高景气基础上放缓，进入业绩兑现期，普遍净利率提升，盈利能力继续修复。Q3收入端普遍继续降速，毛利率进入平稳态势。
- ❑ 部分教培公司由于扩张爬坡期毛利率、净利率下降。
- ❑ AI+教育创造新型教育产品供给，为部分上市公司带来增量。

图：2025Q3教育上市公司收入同比增速

公司简称	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
好未来	63.2%	50.9%	48.9%	64.3%	43.5%	40.3%	38.9%
高途集团	33.9%	43.6%	53.1%	82.5%	57.7%	37.6%	
新东方-S	63.6%	32.6%	29.2%	20.9%	-1.0%	10.5%	6.0%
中国东方教育	1.6%	1.6%	5.3%	5.3%	10.2%	10.2%	
卓越教育集团	68.1%	68.1%	161.1%	161.1%	188.9%	188.9%	
思考乐教育	58.8%	58.8%	41.9%	41.9%	10.1%	10.1%	
行动教育	101.6%	39.5%	0.3%	4.5%	-7.2%	-14.2%	27.9%
学大教育	36.0%	24.8%	15.7%	28.6%	22.5%	15.0%	11.2%
盛通股份	-18.9%	-7.2%	-22.0%	-9.6%	-6.0%	0.0%	12.5%
昂立教育	201.6%	31.4%	30.6%	4.7%	10.8%	12.9%	12.3%
豆神教育	301.6%	-54.7%	28.9%	-43.4%	-0.6%	86.5%	44.0%
中公教育	-14.1%	-18.5%	-30.4%	25.2%	-24.7%	-15.2%	-23.0%
华图山鼎	4494.2%	4697.1%	4964.3%	246.2%	18.9%	10.7%	18.4%
粉笔	301.6%	-3.1%	-13.4%	-13.4%	-8.5%	-8.5%	

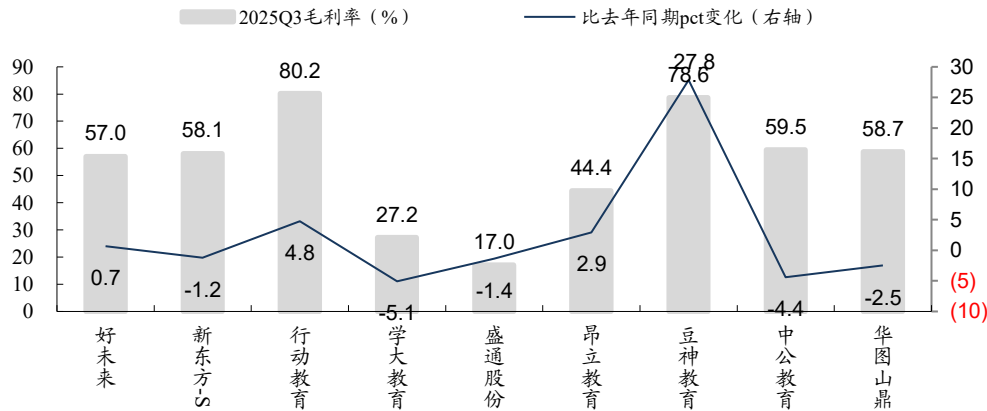
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：教育上市公司归母净利率



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：教育公司25Q3毛利率及同比pct变化



数据来源：WIND，东吴证券研究所

- 生成式AI给教育带来了大规模商用化的契机。教育企业抓住技术拐点纷纷推出应用型产品。
- 从目前已发布和拟发布的产品来看：学生端，AI+教育产品能够真正实现快速生成内容且不限次数问答、对话，同时实现了**因材施教和教育普惠**。教学端，AI使得老师的响应和服务效率大幅提升，减少重复劳动。

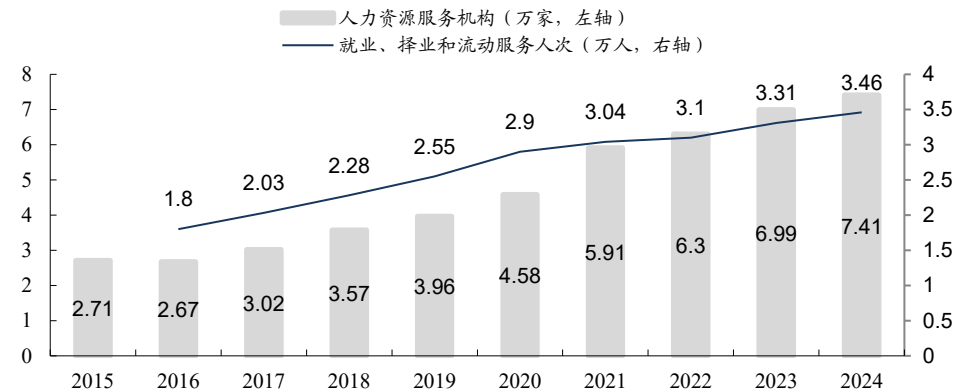
表：部分上市教育公司AI化布局

公司简称	核心AI战略/定位	代表性AI产品/技术	2025 H1营收/净利润表现	AI相关投入与进展摘要
粉笔	AI+职业教育	粉笔AI老师、公考/事业编AI刷题系统班、AI面试点评等	营收14.92亿元 净利润2.27亿元	25H1研发开支1.08亿元；重新分配6080万港元IPO资金，其中1200万港元投向AI模型研发及商业化；用户基础庞大。
学大教育	个性化教育	AI技术主要用于提升个性化学习方案的精准度和效率	营收19.16亿元 净利润2.3亿元	传统个性化教育优势显著
卓越教育	ALL IN AI战略；AI降本增效	AI优化教学和营销流程	营收9.2亿元 净利润1.5亿元	AI应用推动成本控制
豆神教育	AI教育生态矩阵服务商	豆神AI大模型应用（超拟人数字人教师）、AI双师、AI超能训练场	营收4.49亿元 净利润1.04亿元	AI战略深化；大模型技术用于知识图谱、授课目标识别
华夏控股	传媒及艺术领域	AI教授及课程	营收7.82亿元 净利润1.25亿元	计划于2025年下半年推出订阅制产品
凯文教育	AI+K12全日制应用	覆盖多学科、多模块的智能教育解决方案	营收1.71亿元 净利润0.01亿元	与智谱华章成立合资公司

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- ❑ 人力资源服务市场格局近年呈现分散化的情况，服务机构数量增速高于服务人次。
- ❑ 2025H1就业市场整体稳定，失业率在5%出头，城镇职工养老保险收入同比增速2025年以来在高单位数。

图：人力资源服务机构数量及年度服务人次



数据来源：人社部《人力资源和社会保障事业发展统计公报》，东吴证券研究所

图：社保基金城镇职工养老保险收入稳步增长

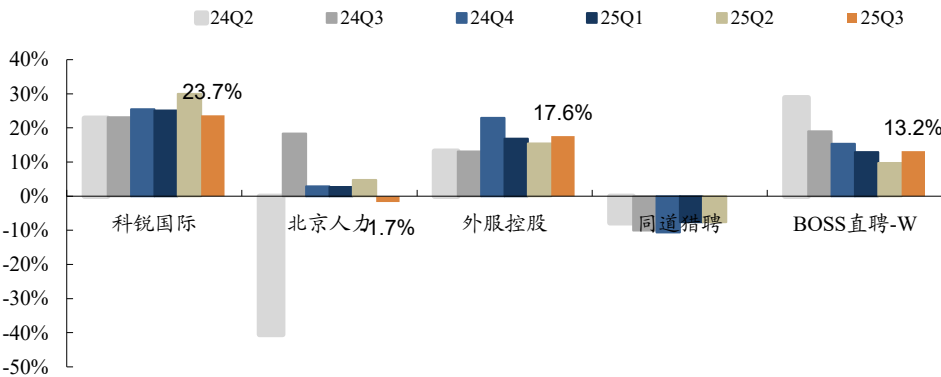


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

4.8 人服公司：科锐国际营收高增，Boss直聘净利率显著提升

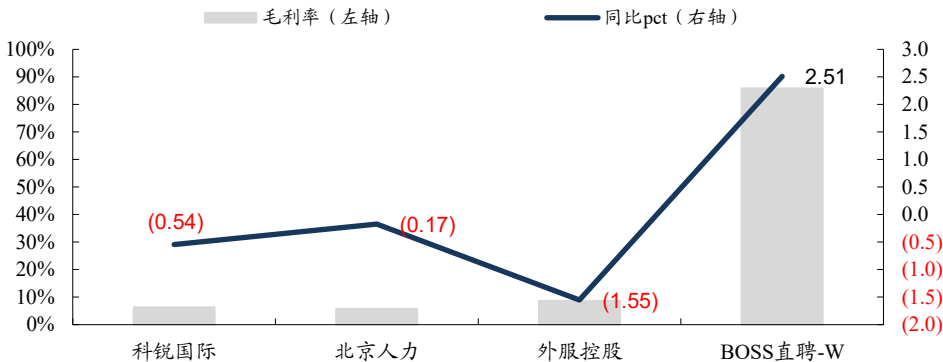
- 上市公司Q3表现：科锐国际收入同比增速仍领先，alpha凸显，BOSS直聘营收同比增速有所加速。
- A股人服公司Q3毛利率、净利率相对稳定；Boss直聘净利率环比显增。

图：人服公司季度收入增速



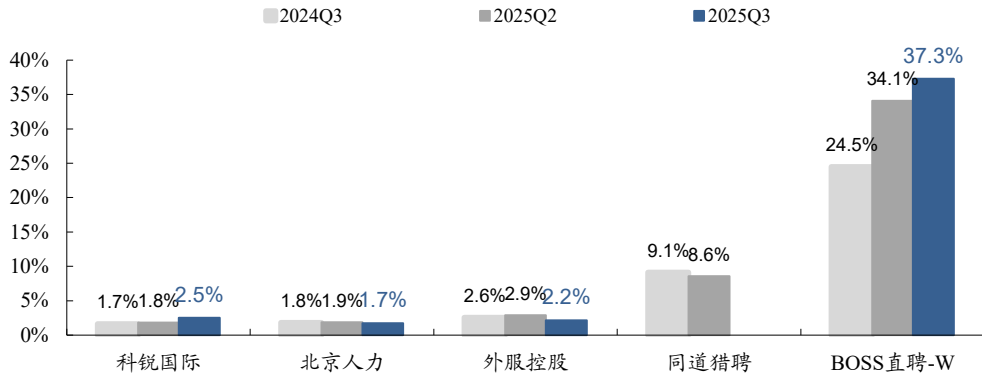
数据来源：WIND，东吴证券研究所；注：同道猎聘2025改为一年两次披露，25Q1/Q2增速按H1增速计

图：2025Q3人服公司毛利率及同比



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：人服公司季度归母净利率



数据来源：WIND，东吴证券研究所；注：同道猎聘2025改为一年两次披露，Q1/Q2净利率为H1数据

□ **建议关注：有望受益于政策及免税市场企稳回升的：**中国中免、王府井、中烟香港。**有望受益于消费意愿复苏、经营杠杆带来经营弹性的：**首旅酒店、锦江酒店、华住集团-S、蜜雪集团、古茗、小菜园、同庆楼等。**AI+教育应用方面有望被持续催化的：**粉笔。**估值低、稳健释放利润有望获得估值抬升的：**好孩子国际、华夏控股等。**有望受益文旅政策催化的：**丽江股份、峨眉山A、长白山、西域旅游、祥源文旅等。

表：社服标的估值表											
代码	公司	总市值（亿元人民币）	归母净利润（亿元人民币）				P/E				投资评级
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
601888.SH	中国中免	1,635	43	43.3	50.0	55.2	38	38	33	30	买入
600859.SH	王府井	158	2.7	6.3	7.5	4.6	59	25	21	35	增持
6055.HK	中烟香港	209	7.9	9.4	10.4	12.1	26	22	20	17	买入
600258.SH	首旅酒店	171	8.1	8.5	9.8	10.6	21	20	17	16	买入
600754.SH	锦江酒店	266	9.1	8.2	11.1	12.7	29	33	24	21	买入
2097.HK	蜜雪集团	1,375	44.4	58.5	65.2	73.0	31	24	21	19	买入
1364.HK	古茗	485	14.8	26.9	24.9	28.8	33	18	19	17	买入
0999.HK	小菜园	107	5.8	7.1	8.8	11.2	18	15	12	10	买入
605108.SH	同庆楼	49	1.0	2.2	3.6	4.8	49	22	13	10	增持
2469.HK	粉笔	63	2.4	2.6	3.3	4.1	26	24	19	15	未评级
1086.HK	好孩子国际	17	3.3	2.6	3.9	4.2	5	7	4	4	买入
1981.HK	华夏控股	17	0.9	3.6	4.7	5.9	18	5	4	3	未评级
002033.SZ	丽江股份	48	2.1	2.2	2.4	2.7	23	22	20	18	未评级
000888.SZ	峨眉山A	66	2.3	2.6	3.0	3.2	28	25	22	20	未评级
603099.SH	长白山	136	1.4	1.7	2.1	2.5	94	80	64	55	未评级
300859.SZ	西域旅游	53	0.9	1.0	1.3	1.5	62	51	42	37	增持
600576.SH	祥源文旅	76	1.5	2.3	4.0	4.7	52	33	19	16	增持

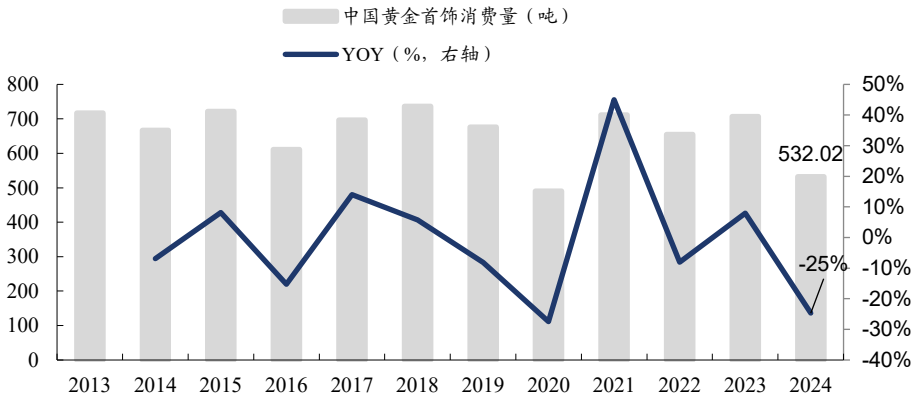
数据来源：wind，东吴证券研究所
注：总市值为截至11月21日数据，已覆盖标的使用东吴证券研究所盈利预测（港币汇率使用2025年11月21日的港币：人民币=0.91换算得），其余使用11月21日wind一致预期

5. 黄金珠宝：关注26年价值底部标的反转机会

5. 黄金珠宝：兼具消费和投资属性，24年以来金价急涨金饰销售承压

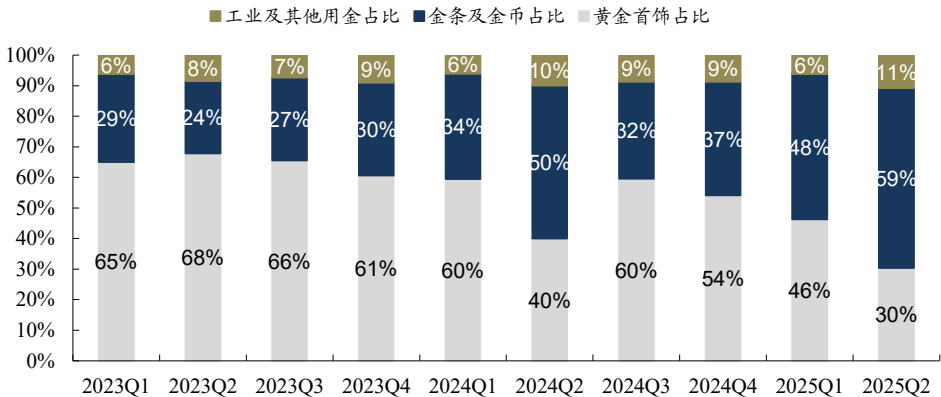
- ❑ **黄金类产品兼具消费和投资属性。**根据世界黄金协会数据，2024年黄金饰品在中国黄金珠宝市场份额占比达66%，黄金投资产品份额达11%。根据中国黄金协会数据，2024年我国黄金首饰消费增速为-25%，金条及金币消费增速达25%。
- ❑ **黄金消费需求景气度高，抗周期性强，黄金首饰占据黄金消费主导地位。**从2023年Q4以来，随着金价的上涨，金条及金币消费比重有上升的趋势，尤其是在2024年Q2在金价急涨下提升的更加明显，首饰消费则面临较大压力，2023年Q4以来占比有所下滑。

图：2013-2024年我国黄金首饰消费量及增速



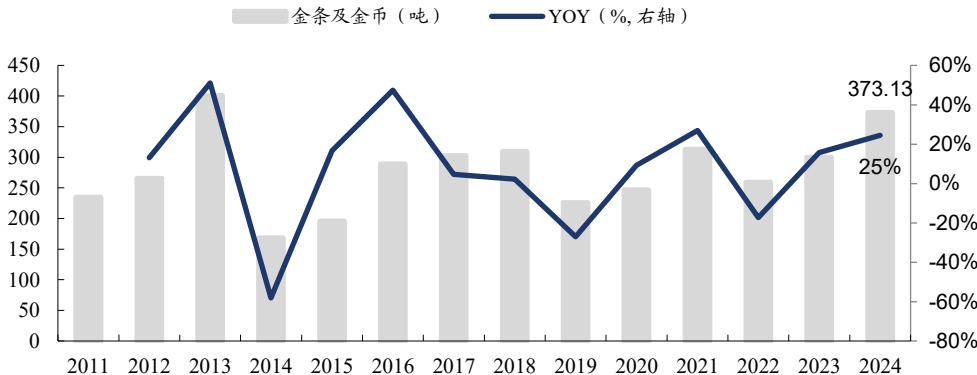
数据来源：中国黄金协会，东吴证券研究所

图：2023年以来单季黄金珠宝行业消费占比情况



数据来源：中国黄金协会，东吴证券研究所

图：2011-2024年我国金条及金币消费量及增速

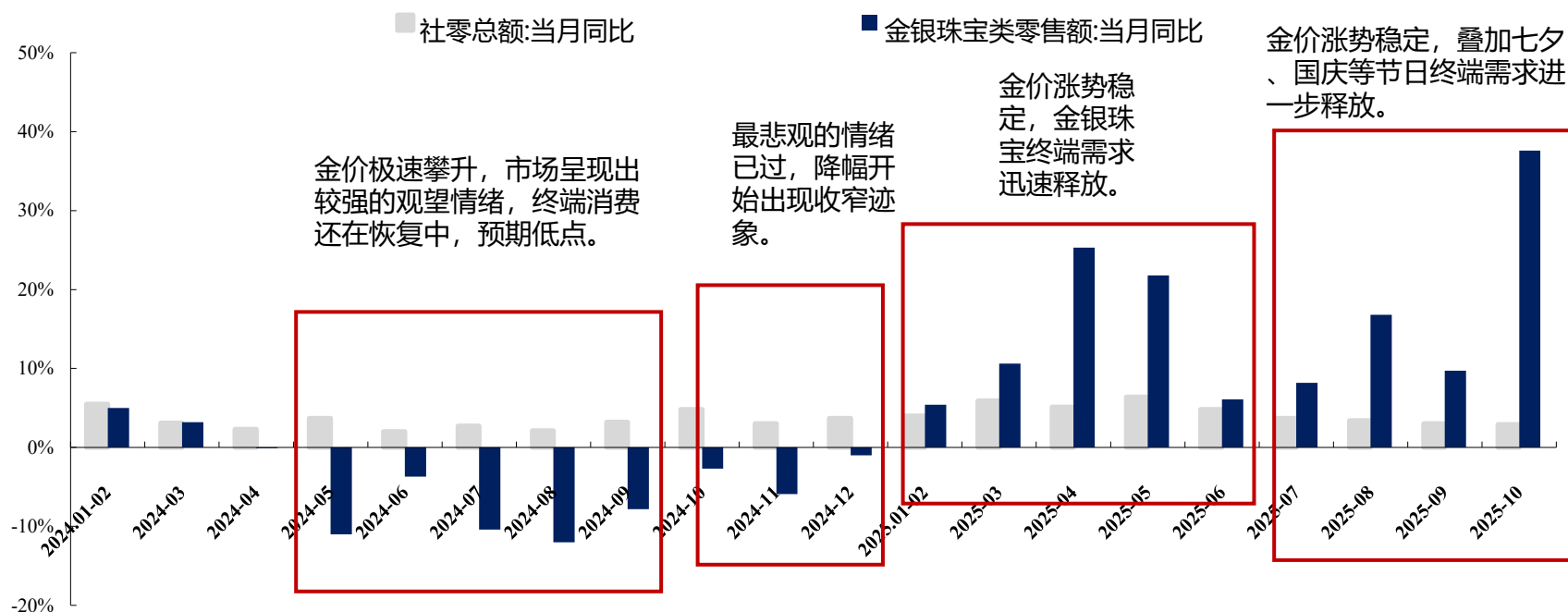


数据来源：中国黄金协会，东吴证券研究所

5. 黄金珠宝：2025年终端需求逐渐呈现修复，我们预计26年继续恢复

- ❑ 长期来说，黄金珠宝公司的业绩和金价是同向的，因为金价上涨，1克能收到的工本费是提升的。
- ❑ 中短期来说：①急涨抑制需求，②缓涨刺激需求，③下跌不论急跌缓跌都抑制需求，④横盘回补需求
- ❑ 2025年以来，金价呈稳定上涨趋势，消费者已经适应金价，我们预计26年终端消费需求迅速释放。伴随着整体消费回暖，2025年金银珠宝社零也逐渐呈现恢复态势，期间2025年9-10月两波金价急涨略扰动终端消费需求恢复进度，以及11月初的黄金珠宝税收新政，但我们认为产业链将税负全部向下游传递后，消费者接受程度较好，同时新政整治此前灰色市场，长期利好合规的黄金珠宝品牌集中度提升。

图：2024年以来社零金银珠宝数据



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

□ **投资建议：**黄金珠宝消费最悲观的时期已过，关注黄金珠宝价值底部区域投资机会。黄金珠宝品牌格局非常稳定，品牌力的势能和壁垒非常高，加盟模式资本投入少，赚钱能力强分红能力强，可持续穿越周期，建议关注周大生，老凤祥，潮宏基，菜百股份，中国黄金，周大福等。

图：黄金珠宝标的估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			2024年 分红率	最新股息率	
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E			
600612.SH	老凤祥	233	44.6	19.5	16.4	18.3	12	14	13	46%	4.0%	买入
002867.SZ	周大生	140	12.9	10.1	11.1	12.2	14	13	12	102%	8.1%	买入
002345.SZ	潮宏基	107	12.0	1.9	4.3	6.6	55	25	16	161%	6.5%	买入
600916.SH	中国黄金	135	8.0	8.2	11.8	13.2	16	11	10	72%	6.3%	未评级
605599.SH	菜百股份	112	14.5	7.2	8.1	9.2	16	14	12	78%	5.6%	买入
1929.HK	周大福	1,347	15.0	65.0	59.2	79.5	21	23	17	85%	4.5%	未评级
6181.HK	老铺黄金	1,017	633.5	14.7	48.0	68.2	69	21	15	74%	3.2%	买入
0116.HK	周生生	73	11.9	8.1	14.1	14.6	9	5	5	43%	7.5%	未评级
0590.HK	六福集团	131	24.6	17.7	11.0	15.0	7	12	9	45%	4.7%	未评级

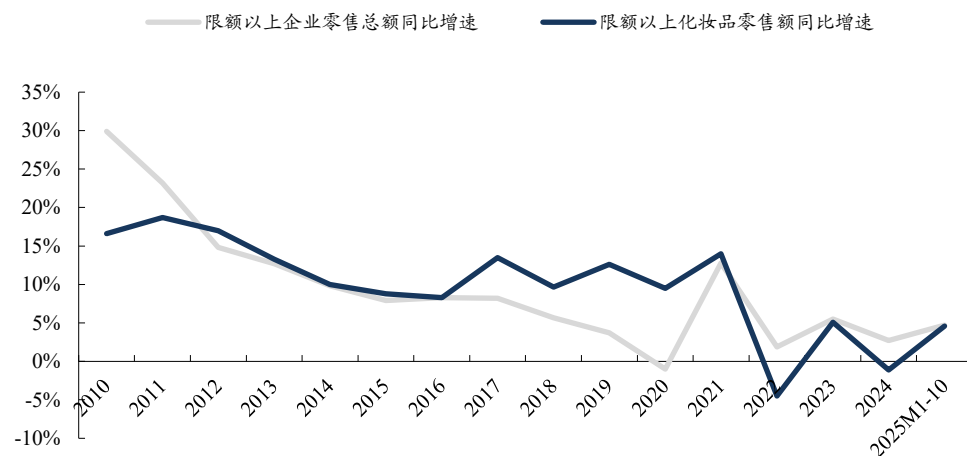
注：周大福、六福集团2024年归母净利润对应FY2025归母净利润，其他年份以此类推

数据来源：总市值为截至11月21日数据，已覆盖标的使用东吴证券研究所盈利预测（港币汇率使用2025年11月21日的港币：人民币=0.91换算得），其余使用11月21日wind一致预期

6. 医美&化妆品：头部公司向上突围

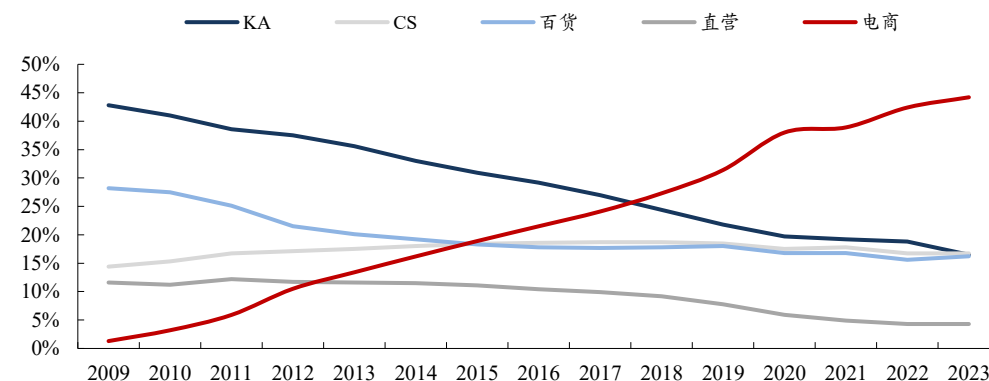
- **近年来化妆品行业增速逐渐平稳。**据国家统计局统计，2022年以来受到疫情冲击等影响，限额以上化妆品企业增速有所波动，2025M1-10 同比增5%，趋势上看近年来行业增速趋于平稳，但多数年份跑赢大盘。
- **化妆品线上化率持续提升，增幅有所放缓。**2010-2021年我国化妆品线上化占比快速提升，2017年后成为第一大销售渠道。2021年后化妆品线上化率仍持续提升，但增幅有所放缓。

图：限额以上化妆品企业增速逐渐回落



数据来源：wind，东吴证券研究所

图：中国化妆品分渠道销售占比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

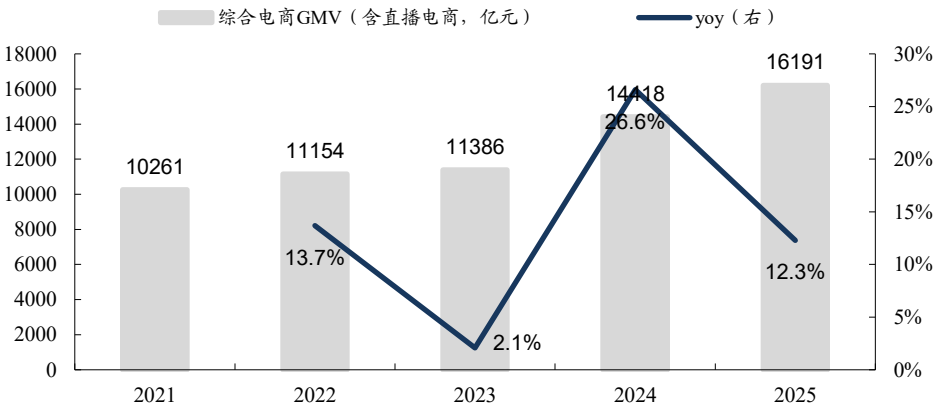
- ❑ 从大促平台排名看，头部国货品牌地位仍较为稳固，低基数下国际品牌重拾增长。
- ❑ 2025年618及双十一排名中，韩束继续蝉联占据抖音平台TOP1；珀莱雅在天猫平台位列TOP1，抖音平台位列TOP2，龙头地位稳固；谷雨、百雀羚亦入围抖音TOP10。
- ❑ 国际大牌经历2022-23年中国失速后，逐渐加大大促投入和市场推广力度，从排名上看双十一期间天猫及抖音重拾增长。

图：2025年618及双十一美妆品牌排名

排名	618		双十一	
	天猫	抖音	天猫	抖音
1	珀莱雅	韩束	珀莱雅	韩束
2	兰蔻	珀莱雅	巴黎欧莱雅	珀莱雅
3	巴黎欧莱雅	赫莲娜	雅诗兰黛	欧莱雅
4	雅诗兰黛	欧莱雅	兰蔻	赫莲娜
5	海蓝之谜	雅诗兰黛	修丽可	谷雨
6	修丽可	海蓝之谜	海蓝之谜	百雀羚
7	SK-II	兰蔻	SK-II	自然堂
8	赫莲娜	自然堂	玉兰油	雅诗兰黛
9	肌肤之钥	SK-II	薇诺娜	Whoo后
10	娇韵诗	Whoo后	肌肤之钥	兰蔻

数据来源：天猫大美妆，抖音官方，东吴证券研究所

图：双十一综合电商（含直播电商）销售额稳健增长



数据来源：星图数据，东吴证券研究所

- 投资建议：首先推荐公司基本面强劲、在流量成本增加背景下成长性和盈利能力均较好，我们预计26年仍延续较好业绩增长的标的，包括【毛戈平】、【上美股份】、【若羽臣】等。
- 同时建议关注基本面边际好转/有较大变化的【青木科技】、【贝泰妮】、【上海家化】、【水羊股份】等。

图：化妆品标的估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			投资评级
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
603605.SH	珀莱雅	282	71.3	15.5	16.1	17.8	18	18	16	买入
300957.SZ	贝泰妮	177	41.7	5.0	6.6	8.1	35	27	22	未评级
600315.SH	上海家化	154	22.9	-8.3	4.1	4.8	-	37	32	买入
003010.SZ	若羽臣	110	35.5	1.1	1.8	3.4	105	62	32	买入
301110.SZ	青木科技	69	75.1	0.9	1.2	1.9	77	59	37	增持
1318.HK	毛戈平	394	88.4	8.8	12.0	15.2	45	33	26	买入
2145.HK	上美股份	290	80.1	7.8	11.1	14.1	37	26	21	买入

数据来源：WIND，东吴证券研究所
注：总市值为截至11月21日数据，已覆盖标的使用东吴证券研究所盈利预测（港币汇率使用2025年11月21日的港币：人民币=0.91换算得），其余使用11月21日wind一致预期。

❑ **新兴赛道保持较快成长，上市公司管线储备充足。** 医美消费呈现较强喜新特点，部分红海市场如玻尿酸竞争较为激烈，胶原蛋白、再生等新兴赛道保持快速成长，未来医美新品市场竞争有所加剧，主要上市公司产品管线储备充足，医美上游业绩兑现取决于管线产品获批和推广节奏。

图：2024-2025年上市公司获批的重点针剂及未来产品布局

公司	核心产品矩阵	2024年获批	2025年获批	2026年及以后
爱美客	嗨体系列、交活泡泡针、濡白&如生天使、宝尼达等	宝尼达2.0颊部适应症	肉毒素	减重用司美格鲁肽等
华东医药	伊妍仕少女针等		Maili Extreme玻尿酸	Ianluma童颜针、肉毒素等
华熙生物	娃娃针、润致双子针等	润致格格针（颈纹抗衰）	水光产品	胶原蛋白三类械
锦波生物	薇旖美		重组胶原蛋白凝胶	XVII型重组胶原蛋白
四环医药	乐提葆		水光针、童颜针、少女针	水光针、PDRN、胶原蛋白产品等（重组&动物源）
复锐医疗科技		长效肉毒素Daxxify	丝素蛋白、溶脂针等	
科笛			利多卡因丁卡因局麻膏	重组突变胶原酶（用于治疗颌下脂肪堆积）
巨子生物			重组I型α1亚型胶原蛋白	3款重组胶原蛋白三类械，最早产品我们预计于25年底-26年初获批

数据来源：药监局，公司官网，东吴证券研究所

图：胶原蛋白针剂已获批及待获批新品

公司	产品	示意图	核心成分	注册证号
双美生物	肤柔美		I型猪胶原蛋白	国械注许20193130064
	肤丽美		交联I型猪胶原蛋白	国械注许20173130007
	肤莱美		交联I型猪胶原蛋白，利多卡因	国械注许20193130003
斐缦	弗缦		牛胶原蛋白，利多卡因	国械注准20163131609
汉福生物	爱贝芙		牛胶原蛋白，PMMA，利多卡因	国械注进20163132859
圣诺华	Bellafill		牛胶原蛋白，PMMA	国械注进20243130041
锦波生物	薇旖美		重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	国械注准20213130488
	修丽可铂研（代工）		重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液	国械注准20233131245
	薇旖美编织凝胶		重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶	国械注准20253130751
巨子生物	-	—	重组胶原蛋白冻干纤维	国械注准20253132049
	-	—	重组胶原蛋白液体&凝胶等3款	预计2025年底-2026年上市

数据来源：公司官网，药监局，东吴证券研究所

图：医美标的估值表

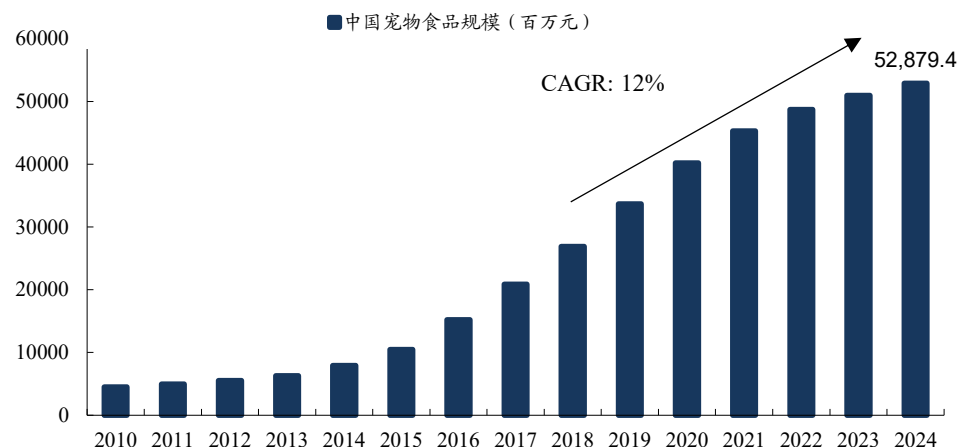
代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			投资评级
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
300896.SZ	爱美客	448	148.0	19.6	21.4	23.6	23	21	19	未评级
000963.SZ	华东医药	708	40.4	35.1	39.3	44.2	20	18	16	买入
688363.SH	华熙生物	235	48.9	1.7	3.8	5.2	135	63	45	增持
920982.BJ	锦波生物	253	220.0	7.3	10.4	14.6	35	24	17	买入
0460.HK	四环医药	110	1.3	-2.2	1.5	5.7	-	73	20	未评级
1696.HK	复锐医疗科技	18	4.2	0.3	0.3	0.4	71	56	43	未评级
2487.HK	科笛-B	21	6.3	-4.3	-3.3	-1.0	-	-	-	未评级
2367.HK	巨子生物	348	35.7	20.6	25.7	32.1	17	14	11	买入

数据来源：WIND，东吴证券研究所
注：总市值为截至11月21日数据，已覆盖标的使用东吴证券研究所盈利预测（港币汇率使用2025年11月21日的港币：人民币=0.91换算得），其余使用11月21日wind一致预期。

7. 宠物食品：行业长坡厚雪，看好国货份额持续提升

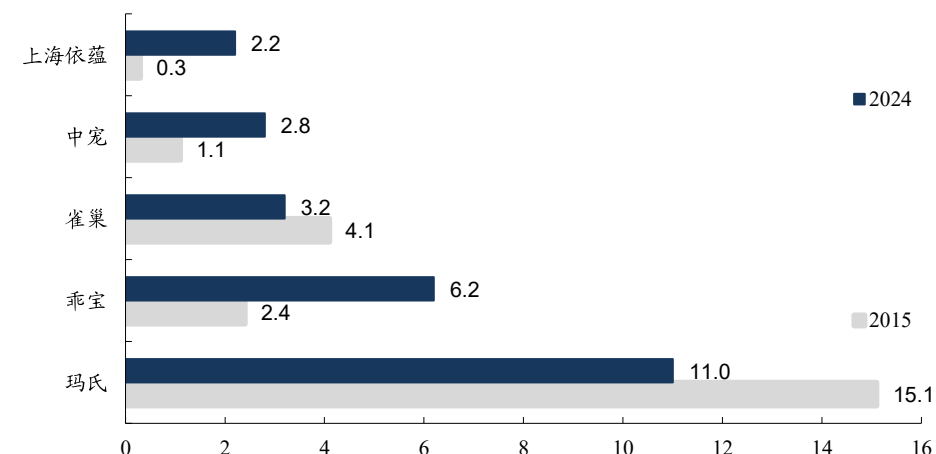
- ❑ **我国宠物食品市场规模增速较快，国产品牌进口替代趋势明显。**2018-2024年我国宠物食品市场规模快速增长CAGR达12%，其中猫食品市场规模增速达18%。品牌力卓越的国内CR5巨头市占率持续提升，2015-2024年乖宝宠物/中宠股份公司分别提升3.8/1.7pct。
- ❑ **海外需求稳定增长，关税影响下布局海外稀缺产能的公司有望受益。**外销方面海外宠食需求稳定增长，对美出口关税波动下中宠股份、佩蒂股份等布局海外稀缺产能的公司，海外客户拓展顺利，长期有望受益。

图：中国宠物食品市场规模持续增长



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图：中国宠物食品公司CR5占比情况 (%)



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

7. 宠物食品：上市公司通过并购、融资等方式继续扩大自身业务版图

- ❑ **宠物赛道合并加速市场集中，上市公司逐渐通过并购、战略投资、融资等方式持续扩大业务版图。**此前宠物上市公司业务重心有所不同，中宠股份和乖宝宠物主要做宠物食品，佩蒂股份主做咬胶，天元宠物主做猫爬架等，源飞宠物主做牵引绳，依依股份的核心业务是宠物护理业务，多数用品品牌在深耕已有领域后，将业务有序扩展至宠物行业内的其他场景：
- 25年5月，天元宠物拟以6.88亿元收购淘通科技90%股权，强化自身的电商和品牌运营能力。淘通科技作为一家电商服务商，服务皇家、冠能等头部宠物食品海外品牌。
- 25年10月，依依股份通过发行股份+支付现金，收购宠物主粮品牌高爷家及猫砂许翠花。

图：宠物主粮品牌高爷家及猫砂许翠花



数据来源：高爷家公司官网，许翠花淘宝官方旗舰店，东吴证券研究所

图：天元收购的淘通科技主要服务品牌



数据来源：淘通科技公司官网，东吴证券研究所

□ **投资建议：**在少子化、老龄化等趋势下，我国宠物食品赛道需求旺盛，龙头乖宝、中宠在国货份额快速提升阶段把握赛道红利，具备较强稀缺性，长期宠食赛道有望成长至数千亿元，龙头成长空间广阔，推荐：乖宝宠物（国内宠食赛道龙头）、中宠股份（自有品牌进入增长快车道）。

宠物食品行业公司估值表										
代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			P/E			投资 评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
301498.SZ	乖宝宠物	269	67.16	6.25	7.03	8.80	43	38	31	买入
002891.SZ	中宠股份	167	54.99	3.94	4.51	5.53	43	37	30	买入
300673.SZ	佩蒂股份	45	18.18	1.82	1.59	2.30	25	28	20	买入
001206.SZ	依依股份	61	33.13	2.15	2.37	2.81	28	26	22	未评级
301335.SZ	天元宠物	36	28.00	0.46	0.97	1.38	77	37	26	未评级
001222.SZ	源飞宠物	46	24.19	1.64	1.82	2.20	28	25	21	未评级

数据来源：WIND，东吴证券研究所
注：总市值为截至11月21日数据，已覆盖标的使用东吴证券研究所盈利预测（港币汇率使用2025年11月21日的港币：人民币=0.91换算得），其余使用11月21日wind一致预期。

8. 投资建议

□ **投资建议：寻找消费商社行业2026年的【强】【变】【新】，建议关注：**

- **强：**【消费出海】小商品城，安克创新，绿联科技等，【黄金零售】六福集团，周大生，老凤祥等。
- **变：**【商贸周期变化】厦门象屿，物产中大等，【企业变革变化】永辉超市，长白山等，【品牌塑造变化】上美股份，青木科技，若羽臣等。
- **新：**【新消费(人传人)】老铺黄金，泡泡玛特等。
- **低：**【估值低位】华住集团-S，名创优品，学大教育，北京人力等。

表：商社行业标的估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润			PE			投资评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
603605.SH	珀莱雅	282	71.33	15.52	16.13	17.75	18	18	16	买入
300957.SZ	贝泰妮	177	41.73	5.03	6.60	8.09	35	27	22	未评级
603983.SH	丸美生物	132	32.84	3.42	3.77	4.99	39	35	26	买入
600315.SH	上海家化	154	22.93	-8.33	4.12	4.84	-	37	32	买入
600223.SH	福瑞达	79	7.82	2.44	2.82	3.51	33	28	23	未评级
688363.SH	华熙生物	235	48.87	1.74	3.76	5.19	135	63	45	增持
300896.SZ	爱美客	448	148.00	19.58	21.41	23.59	23	21	19	未评级
300856.SZ	科思股份	72	15.12	5.62	4.09	5.57	13	18	13	未评级
300740.SZ	水羊股份	75	19.29	1.10	2.10	3.05	68	36	25	未评级
920982.BJ	锦波生物	253	220.01	7.32	10.41	14.60	35	24	17	买入
2367.HK	巨子生物	348	35.72	20.62	25.66	32.14	17	14	11	买入
6181.HK	老铺黄金	1,017	633.50	14.73	48.03	68.23	69	21	15	买入
600612.SH	老凤祥	233	44.58	19.50	16.43	18.33	12	14	13	买入
002867.SZ	周大生	140	12.94	10.10	11.12	12.16	14	13	12	买入
1929.HK	周大福	1,347	15.00	64.99	59.16	79.46	21	23	17	未评级
002345.SZ	潮宏基	107	11.99	1.94	4.29	6.57	55	25	16	买入
600916.SH	中国黄金	135	8.02	8.18	11.82	13.23	16	11	10	未评级
605599.SH	莱百股份	112	14.45	7.19	8.05	9.23	16	14	12	买入
600415.SH	小商品城	862	15.72	30.74	49.02	61.56	28	18	14	买入
300866.SZ	安克创新	553	103.11	21.14	25.74	32.72	26	21	17	买入
301606.SZ	绿联科技	241	58.08	4.62	6.88	9.58	52	35	25	买入
9896.HK	名创优品	442	39.22	29.39	33.93	38.58	15	13	11	买入
301376.SZ	致欧科技	71	17.69	3.34	3.33	4.50	21	21	16	买入
301381.SZ	赛维时代	89	22.03	2.14	3.51	5.08	42	25	17	未评级
688696.SH	极米科技	78	111.05	1.20	4.30	5.63	65	18	14	未评级
603486.SH	科沃斯	453	78.29	8.06	12.02	14.84	56	38	31	未评级
688169.SH	石头科技	412	159.20	19.77	17.78	24.48	21	23	17	未评级

注1：表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用11月21日Wind一致预期；
注2：总市值为11月21日数据，除收盘价为原始货币外，其余货币单位为人民币。PE按港币兑人民币汇率0.91换算（2025.11.21汇率）；
注3：名创优品、同程旅行使用经调整净利润口径。

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润			PE			投资评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
600057.SH	厦门象屿	237	8.34	14.19	21.71	23.98	17	11	10	买入
600153.SH	建发股份	311	10.74	29.46	29.50	34.82	11	11	9	未评级
600755.SH	厦门国贸	140	6.55	6.26	8.47	12.33	22	17	11	未评级
600710.SH	苏美达	136	10.40	11.48	12.56	13.64	12	11	10	增持
9878.HK	汇通达网络	51	9.97	2.70	3.62	4.70	19	14	11	未评级
600729.SH	重庆百货	118	26.85	13.15	14.06	14.99	9	8	8	买入
601933.SH	永辉超市	364	4.01	-14.65	-8.66	4.39	-	-	83	增持
301101.SZ	明月镜片	78	38.77	1.77	1.95	2.14	44	40	36	未评级
301078.SZ	孩子王	125	9.89	1.81	3.95	5.59	69	32	22	未评级
603214.SH	爱婴室	24	17.10	1.06	1.34	1.64	22	18	14	未评级
601888.SH	中国中免	1,635	79.05	42.67	43.31	50.02	38	38	33	买入
600009.SH	上海机场	797	32.01	19.34	21.19	26.32	41	38	30	增持
600258.SH	首旅酒店	171	15.33	8.06	8.49	9.83	21	20	17	买入
600754.SH	锦江酒店	266	24.98	9.11	8.16	11.11	29	33	24	买入
1179.HK	华住集团-S	962	34.02	30.48	45.51	48.23	32	21	20	买入
600859.SH	王府井	158	14.10	2.69	6.25	7.48	59	25	21	增持
0780.HK	同程旅行	449	21.00	27.85	34.00	42.00	16	13	11	增持
300144.SZ	宋城演艺	206	7.83	10.49	11.37	13.20	20	18	16	未评级
301073.SZ	君亭酒店	45	22.91	0.25	0.66	0.89	177	67	50	未评级
603136.SH	天目湖	30	11.18	1.05	1.34	1.49	29	23	20	增持
002707.SZ	众信旅游	66	6.74	1.06	2.28	2.89	63	29	23	未评级
603199.SH	九华旅游	39	34.84	1.86	2.17	2.43	21	18	16	买入
600054.SH	黄山旅游	81	11.10	3.15	3.32	3.76	26	24	22	未评级
000888.SZ	峨眉山A	66	12.48	2.35	2.65	2.95	28	25	22	未评级
300859.SZ	西域旅游	53	34.39	0.87	1.04	1.26	62	51	42	增持
600576.SH	祥源文旅	76	7.19	1.47	2.26	3.96	52	33	19	增持
603099.SH	长白山	136	49.88	1.44	1.69	2.11	94	80	64	未评级

注1：表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用11月21日Wind一致预期；
注2：总市值为11月21日数据，除收盘价为原始货币外，其余货币单位为人民币。PE按港币兑人民币汇率0.91换算（2025.11.21汇率）；
注3：名创优品、同程旅行使用经调整净利润口径。

9. 风险提示

- ❑ **行业竞争加剧：**医美、化妆品、工业品电商等行业处于成长阶段，行业内的竞争可能会加剧。竞争加剧诱发的价格战、营销战，有可能影响产品的销售额、价格带、利润率。
- ❑ **消费需求不及预期：**若宏观经济波动，可能影响终端商品和服务消费不及预期，或造成行业整体需求下降。
- ❑ **原材料价格上涨：**影响成本端，或使中下游企业毛利率下降。
- ❑ **地缘因素影响：**消费品出海等领域公司或受地缘政治等因素影响。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园